全面剖析动因　解读政策框架　构建操作路径

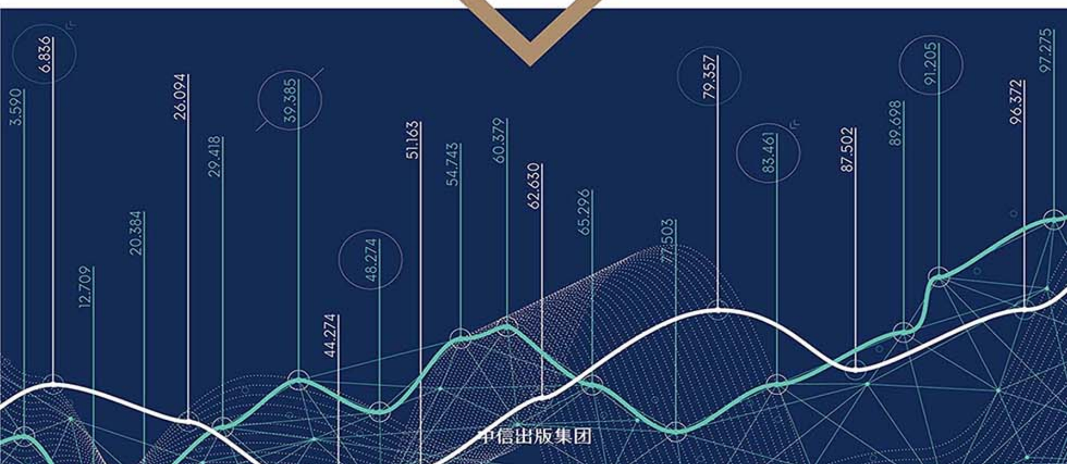
提出相关风险对策　梳理有效推进建议　深入解析典型案例

金融精英卓越计划系列

市场化债转股指南

政策导读与案例解析

张劲松　李　波　沙　涛◎编著



VISIT...

LANZAROTE Caliente.com

全面剖析动因　解读政策框架　构建操作路径

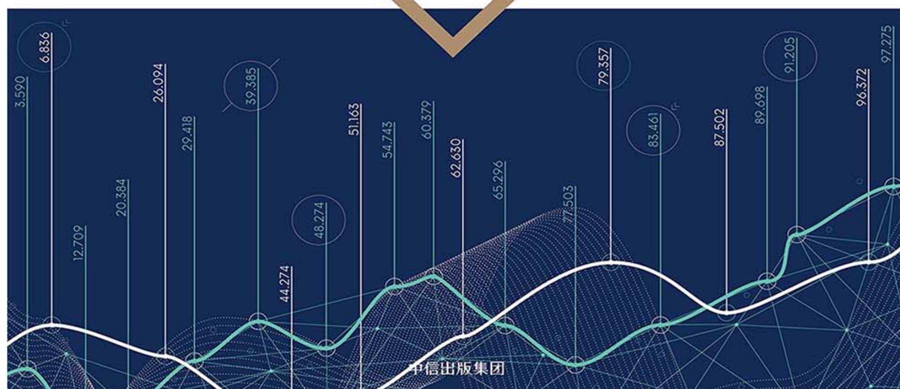
提出相关风险对策　梳理有效推进建议　深入解析典型案例

金融精英卓越计划系列

市场化债转股指南

政策导读与案例解析

张劲松　李　波　沙　涛◎编著



版权信息

书名:市场化债转股指南：政策导读与案例解析

作者:张劲松,李波,沙涛

译者:张劲松 李波 沙涛

ISBN:9787508679808

中信出版集团制作发行

版权所有·侵权必究

编写委员会名单

主编：张劲松 李波

副主编：沙涛 李桑 滕科

编委：方志刚 夏杉 池江 胡永鸣

编撰：胡顺涛 徐超 李剑 田庆伟 刘靳堃 康家智 王隐 曾若愚 曾伟利 王一敬 宋建波

序言

我国经济发展进入新常态，是党的十八大以来以习近平同志为核心的党中央做出的重大战略判断，是对当前我国经济发展阶段性变化特征的高度概括性表述。认识、适应、把握和引领经济发展新常态，必须坚定不移地将供给侧结构性改革推向深入，运用新思维、探索新动力、培育新动能、开辟新路径。推进市场化债转股，就是切实贯彻落实供给侧结构性改革、重点做好“三去一降一补”工作决策部署的实际行动，同时也是防范企业债务风险，服务实体经济发展，增强经济中长期发展韧性的重要路径。

问题导向，靶向施策 近年来，我国企业杠杆率高企，债务规模增长过快，企业债务负担不断加重，管理水平和效率较低。尤其是在国际经济环境更趋复杂、我国经济下行压力仍然较大的背景下，一些企业经营困难加剧，在一定程度上导致债务风险和金融风险的上升。积极稳妥地降低企业杠杆率，是问题倒逼的必然选择，是服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革，促进经济和金融良性健康发展的重要内容。债务重组是去杠杆的重要方式之一，而市场化债转股则是解决企业困境的综合性手段，是利用债务重组解决去杠杆问题的最优方式之一。

循道而行，功成事遂 相对于20世纪末为化解商业银行不良贷款率较高问题而启动实施的政策性债转股，市场化债转股突出政策引导、市场主导，是一项创新性强、社会关注度高、影响面广、期望值大的系统性工程。国发〔2016〕54号文件提供了市场化债转股的基本遵循政策，其务实有效推进的关键在于，在坚持市场化、法治化原则的基础上，综合运用好降杠杆的各种措施和操作路径，处理好存量与增量的关系，做好加法与减法的文章。在转股前精准施“减”，在降债减负中去产能、去库存、去杠杆、去僵化机制；在转股后“加”出活力和效率，在改革增效中建立激励约束机制，完善现代企业制度。最终达到“通过主动减量清理退出一批，盘活存量重组整合一批，提升流量巩固加强一批，用好增量创新发展一批”的目标。

不忘初心，聚焦本源 近年来，银行业积极贯彻落实党中央、国务

院决策部署，围绕“三去一降一补”五大任务，不断完善金融服务，取得积极成效。但同时我们也清醒地认识到，银行业支持供给侧结构性改革还存在差异化金融服务不足、有效金融创新不够等问题。“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”，深入推进市场化债转股是贯彻落实全国金融工作会议的具体举措。金融资产管理公司、银行所属资产管理公司等实施机构和债权银行作为重要市场主体，需要主动作为，坚持聚焦本源主业这一底线，创新金融产品体系，防控金融风险，通过深入开展市场化债转股全面提高服务实体经济的效率和水平。

推进供给侧结构性改革是我国经济工作的主线，是调整经济结构、转变经济发展方式的治本良方。践行的路上，唯有驰而不息、久久为功，勇于创新、善谋善为，真抓实干、攻坚克难，才能将改革进行到底。在市场化债转股启动开展近一载、仍需加速探索和推进的关键时点，《市场化债转股指南》一书的出版具有重要意义。本书系统、全面地剖析了市场化债转股的动因，解读了政策框架，构建了操作路径，提出了相关风险对策和有效推进建议，同时梳理了典型的案例分析；对债转股这项专业性、技术性和综合性都特别强的工作而言，是一本难得的操作指南和工具书。

编写委员会全体成员

第一章
市场化债转股动因概述

第一节
厘清债转股的基本含义

一、债转股的基本概念

债转股是债务重组的重要方式之一，而债务重组则是解决企业困境的方式之一。陷入债务困境的企业正如患有重疾的病马，我们首先需要对病马的病情进行诊断；经过科学合理的诊断后，如果病马还有救活的价值和可能，那么开展治疗是最佳选择。开展债务重组就是对陷入债务困境的企业进行治疗的过程，债转股方式是治疗的处方之一。目前，我国《公司法》并未就“债转股”做出明确的定义，按照《企业会计准则第12号——债务重组》及《财政部国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）的规定，“债务重组”是指“在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的书面协议或者法院裁定书，就其债务人的债务做出让步的事项”。因此，“债务重组”必然涉及债权人和债务人各项基本权利和义务的调整，如图1-1所示。



图1-1 债务重组的基本方式

①资产清偿债务，即以资抵债，是指债务人转让其资产给债权人以清偿债务，资产可以包括现金、存货、金融资产、固定资产、无形资产等不同形式。

②债务转为资本，即债转股，是指债务人将债务转为资本，同时债权人将债权转为股权的债务重组方式。

③债务结构调整，是平常接触最多、操作最简易的方式，包括能否延长期限，能否降低利率，能否减免利息，能否减少本金等方式。

④以上三种方式组合，既可以是两两组合，也可以是三种方式同时配套使用，还可以根据企业不同阶段适时、灵活、择机选择具体方式。

比较上述债务重组的不同方式，可以看出“债转股”对债权人和债务人带来的变动更为激烈，调整更为深刻，改变更为彻底，影响更为深远；通过实施债转股将原有的债权关系变成了股权关系，这是一种根本性、结构性、系统性的变化。2011年11月23日，国家工商行政管理总局令第57号公布了《公司债权转股权登记管理办法》（以下简称《债权转股权登记办法》），明确规定债权转为股权的，公司应当依法向公司登记机关申请办理注册资本和实收资本变更登记。其第二条对“债转股”的含义进行了界定：“本办法所称债权转股权，是指债权人以其依法享有的对在中国境内设立的有限责任公司或者股份有限公司（以下统称公司）的债权，转为公司股权，增加公司注册资本的行为。”2014年2月20日，国家工商行政管理总局令第64号公布了《公司注册资本登记管理规定》，同时宣布废止《债权转股权登记办法》。《公司注册资本登记管理规定》第七条规定：“债权转为公司股权的，公司应当增加注册资本。”

进一步比较《债权转股权登记办法》和《公司注册资本登记管理规定》对于“债转股”的界定后可以发现，《债权转股权登记办法》中的“债转股”指的仅是债权人以其对公司的债权转为公司股权并增加公司注册资本的行为，属于增资，不适用于债权人以其拥有的第三方债权对被投资公司进行投资，并且，债转股不适用于公司设立，只适用于公司设立之后的增资，因为在被投资公司设立之前，此类债权没有相应的法律主体不可能存在。

二、债转股的分类

（一）按定义范围分类

赵幼力（2016）[注]对于广义债转股和狭义债转股的区别与联系进行了深入的论证，她认为区分的关键取决于在债转股的实际操作中，股权的持有人和原有债权的持有人是否为同一实体。

1.广义的债转股

广义的债转股是指债转股实施机构通过收债转股、增资偿债等多种方式实现在对象企业债务规模下降的同时持有对象企业股权的行为。

2.狭义的债转股

周小川（1999）[注]阐述了债转股的概念、动机和运作，并指出在债转股的实施和运作中需要防止的道德风险。狭义的债转股是指债权人将持有的对对象企业的债权资产转为对企业的股权投资。长期以来，我国企业的融资渠道相对比较单一，大量贷款来自银行，银行与企业之间的债权债务关系占企业债务的绝大比例。在贷款对象企业出现还款困难时，债转股是商业银行采取的一种资产保全方式，旨在通过债转股帮企业渡过难关，使其恢复赢利能力和财务健康状况，从而减少商业银行的贷款损失。

通过对比可以发现，广义的债转股在涵盖范围上更加宽泛，可以是跨地区、跨行业、跨企业的债权与股权的置换；在关联关系上更加多元，债权人和股权人之间既可以毫无关联关系，也可以具有紧密的关联关系（包括资产关联、股权管理、人际关联等关联方式）；在实施目标上更加多重，既包括宏观上实现“去杠杆”的政策目标，也包括微观上实现“创价值”的商业目标。而狭义的债转股则更偏向于强调企业经营的改革脱困、不良资产的消化处置、债务水平的降低控制。

（二）按主导对象分类

1.政策性债转股

政策性债转股是指在政府主导下进行的债转股行为，包括政府主导债转股企业的选择、债权转让定价、财政出资设立资产管理公司等。张训苏（1999）[注]、黄金老（2000）[注]、吴有昌和赵晓（2000）[注]等专家学者对于债转股的理论基础进行了探讨，并认为国有企业陷入债务困境的根源在于治理结构的内在缺陷。需将债转股与国有经济的战略

性退出结合起来，扬长避短并从根本上改善企业的治理结构，而不是简单地让国有企业“放下包袱、轻装前进”。王善平和王平（2000）[注]认为债转股是我国化解金融风险、搞活国有大中型企业的重要战略举措，并提出政策性债转股的目的不在于为国有企业“解困”而在于“改制”，资产管理公司的责任不仅是把拟转股的债权转换为股权，更重要的是使其价值最大化。结合我国政策性债转股实践，晏艳梅（2000）[注]提出，债转股成功的关键应该是在谨慎操作的原则下，将重点放在对债转股的目标企业进行全方位的重组上。王艳娟（2002）[注]则从产权角度分析了国有企业产权状况和缺陷对债转股的目标设定、制度安排的操作及效果的影响。众多专家学者针对17年前政策性债转股的经验梳理以及观点提炼，对于当今的债转股操作仍然具有十分重要的启发和参考意义。

2.市场化债转股

市场化债转股是指债权人与债务人在市场主导下为了各自的利益平等，自愿地将债权转换为对对象企业股权的商事行为。在债转股过程中，政府相关部门制定规则和政策、提供担保等适度介入行为不改变市场化债转股的性质。梁志兵和李世刚（2017）[注]梳理了债转股与经济转型之间的内在联系，认为市场化债转股将起到积极作用，既可“外消”实体经济“肿痛”，又可“内治”实体经济“病因”。李奇霖和梁路平（2016）[注]论述了债转股的优势：对于银行而言，有助于不良贷款率的降低和拨备覆盖率的上升，同时可以增加当期利润，获得潜在投资收益；对于企业而言，其优点愈加明显，既可以优化当前的资产负债结构，又可以拓宽潜在的发展空间。但却不应忽视其背后隐藏的风险，包括法律的障碍、处理的难点、操作的问题等。刘爱萍（2016）[注]指出，虽然我国经历过政策性债转股，但是其在实施过程中所体现出来的与国家体制、机制、观念、法律等方面发生的冲突和矛盾，至今仍未得到有效的解决。胡建忠（2016）[注]认为，在目前的形势下实施大面积的债转股，条件尚未成熟，要审慎、稳妥地进行推进，并提出推进市场化债转股应重点从参与主体、交易意愿、定价机制、股东行权和退出机制五个方面展开。而周礼耀（2017）[注]则认为，在市场化债转股的实施过程中，金融资产管理公司需要重点把握协调机制、资产估值、转让定价、企业管理、退出渠道五个方面的关键问题。张明合（2017）[注]结合建设银行推动和参与市场化债转股的经验，认为国有控股大型商业银行应抓住去杠杆和债转股政策机遇，统筹兼顾、积极创新。

业界和学界对于本轮市场化债转股的观点和态度，主要可以分为两种：其一是认为市场化债转股是解决一切问题的灵丹妙药；其二则是认为应该以更加审慎的态度来看待市场化债转股。究竟该如何看待债转股呢？它到底是一剂良药，还是最后一根稻草？我们还是偏向于客观冷静地进行分析和判断，应该将债转股视为降杠杆的有效手段之一，同时在其具体实施过程中要更加注意和管控风险。

（三）按实施主体分类

债转股按实施主体划分的三种方式如图1-2所示。

1.直接债转股

直接债转股是指银行等债权人直接将其对对象企业的债权转化为债权人对对象企业的股权。

2.间接债转股

间接债转股是指银行等债权人将其对对象企业的债权出售给实施机构，再由实施机构将这笔债权转化为其对对象企业的股权。间接债转股是本轮市场化债转股的主要模式。

3.委托债转股

委托债转股是指银行等债权人以其对对象企业的债权出资认购有限合伙企业份额，成为该有限合伙企业的有限合伙人，再由该有限合伙企业将债权转为对对象企业的股权。

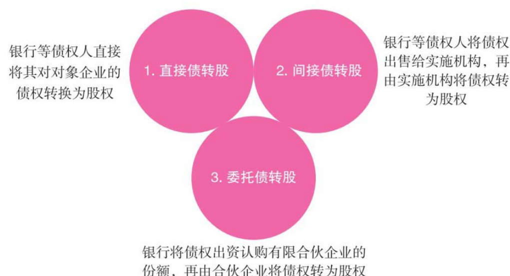


图1-2 债转股按实施主体划分的三种方式

（四）按债权人性质分类

1.控股股东债转股

控股股东债转股是指对象企业丧失对外融资能力后，控股股东对对象企业提供资金拆解形成的债权，控股股东为改善对象企业的财务状况，将该部分债权实施债转股。

2.普通债权人债转股

普通债权人债转股是指普通债权人将其因采购、借款等合同所形成的债权转成对象企业的股权。

（五）按注册资本变化分类

1.以股抵债型债转股

以股抵债型债转股是指对象企业原股东不能清偿债务时，将其持有的对象企业股权转让给债权人，达到以股抵债的目的。

2.增资扩股型债转股

增资扩股型债转股是指对象企业的债权人将其持有的对对象企业的债权以增资的方式转化成对象企业的股权。

三、国际实践综述

（一）国际债转股的共性及差异

1.各国债转股的背景及目标

由于经济发展所处的阶段和背景不同，不同国家债转股的处理方式也各不相同。我国学者从不同的角度对国际上的债转股背景与目标进行了梳理，归纳总结出值得我国借鉴和参考的建议。王益宏（2001）[注]从经济发展阶段的角度出发，重点对比了市场经济成熟的美国、经济处于转轨的波兰以及政府过度干预的韩国在债转股方面的不同做法，认为虽然债转股从理论上具有诸多好处，但是在实践中仍具有很大的不确定性。王朝阳等（2016）[注]从股权承接主体的视角出发，将债转股分为两类：一类为政府主导下的资产管理公司，其典型代表是韩国资产管理公司KAMCO；另一类为银行主导下的银行内设部门或银行设立的子公

司，如波兰国有银行的不良资产处置部、日本大型银行子公司。董晓平等（2002）[注]对比了日本治理银行不良资产的经验和教训，从规范运作、同推改革、股权退出、培养人才、防范风险、健全市场六个方面提出了值得我国债转股借鉴和学习的部分。王信（2016）[注]介绍了国际金融史上三个著名的债转股案例，总结出五个共同点：一是总体特征表现为市场行为，在债转股过程中，投资者按照契约原则自愿参与、自担风险，政府并未强制实施；二是整个过程公开透明，信息充分；三是同步配套一系列措施，提高了债转股的吸引力；四是政府的参与虽然增加了公司股票的吸引力，但也为股灾埋下了隐患；五是宽松、鼓励、支持的政策环境有助于债务问题的化解。李长银等（2016）[注]回顾了历史上其他国家利用债转股处置不良资产及救助企业的案例和经验，对我国当前实施的市场化债转股提出了针对性的意见。李变花（2000）[注]对比了美国、苏联、匈牙利、日本、韩国等国家的债转股实践，提出债转股的内容包括财务重组和管理重组两个方面，其中管理重组是核心。也就是说，除了通过财务重组改变企业的债权结构和股权结构之外，更重要的是从企业治理结构、人事任免体系、管理激励机制等各方面进行改造。

回顾世界各国开展债转股的历史经验，根据债转股的实施背景和主要目的的不同，我们可以将其归纳总结为以下四类：**一是应对国家债务危机。**20世纪80年代，中南美洲国家债务问题突出，导致发达国家银行业机构向其提供的大量贷款无法收回，逐级形成巨额不良贷款。为了削减这些巨额债务，相关国家通过政策性债转股将外债转化为外国的直接投资，从而达到减轻外汇利息支付、保存外汇储备、吸引外国投资的目的。**二是配合经济体制改革。**20世纪90年代，苏联解体后，东欧国家向市场体制转轨，债转股成为这些国家处理计划经济历史遗留的银行不良资产、加快私有化进程和减少外债并处理对俄债权的手段。在东欧经济体制改革中，债转股被作为国有资产私有化的一种工具。**三是应对金融危机。**早在1929年金融危机爆发之际，意大利便实施债转股，以防止企业无法归还银行贷款而导致银行倒闭。1998年韩国在应对东南亚金融危机中和2008年美国在对美国国际集团（American International Group，AIG）进行救助过程中，都采取过债转股模式。2013年，印度尼西亚最大的动力煤开采商与中国投资有限责任公司达成协议，将13亿美元债务的本金转换为几家附属公司的股权，很大程度上

减轻了印度尼西亚这家煤炭公司的债务压力。四是内置在相关制度中。日本的主银行制度是内嵌了债转股实质的银企结合制度。主银行在对企业提供贷款的同时也持有企业部分股权（包括具有投票权的股权），银行对企业拥有相机介入治理的权利。

2.各国债转股的共性及差异

债转股在世界范围内的实践脚步从未停歇，王朝阳等（2016）王朝阳，陈晓辉，詹莹雨.债转股的国际借鉴［J］.中国银行业，2016（11）：36-38.梳理了不同国家的债转股经验，总结出四个共同点及四个差异点。各国债转股的共同点（如图1-3所示），主要体现在以下四个方面。



图1-3 各国债转股实践的四个共同点

第一，债转股的推进基于特殊的经济背景。通常起源于企业的经营面临着严重的困难，进而导致银行不断积聚不良资产；银行风险的不断累积，又加剧了系统性金融风险爆发的可能。基于上述逻辑，既治标又治本的根本解决方法是切断风险源，即将救企业作为首要任务。事实上，若要救银行先需救企业，救企业也是在救银行，故实施债转股通常为危机之下多方利益均衡考虑后的选择。除20世纪80年代发生在拉美的债转股是在国家层面，其他基本是在企业与银行或资产管理公司之间发生。

第二，债转股的推进需要法律制度的配合。例如，日本修订商业银行法为债转股奠定了政策基础，随后出台的《工业振兴特别措施法》

《企业充足改革法》等对债转股的实施提供了法律支持；韩国的《资产管理公司法》、企业重组计划，以及波兰的《重组法》《银行调解协议》都发挥着相似的功能。只有法律制度创造政策条件，债转股才能逐步推进。

第三，在大规模不良资产处置中，债转股仅充当辅助角色。虽然债转股承载着多重目标，但在大规模不良资产处置中其规模占比皆不足10%。

第四，债转股实施效果难以量化。在已有信息条件下，很难量化股权以什么水平的转让价位退出，以及资本回收率有多少。同时，对于经济危机后不良资产问题得以缓解，很难将其简单归因于债转股的实施。

各国债转股的不同点主要体现在以下四个方面（如图1-4所示）。



图1-4 各国债转股实践的四个不同点

一是股权承接主体存在差异。政府主导和银行主导的债转股，在承接主体的选择上有着显著的区别。政府主导下的承接主体是资产管理公司，其典型代表是韩国资产管理公司KAMCO；而银行主导下的承接主体是银行的内设部门或银行设立的子公司，如波兰的不良资产处置部、日本大型银行子公司。

二是对象企业筛选存在差异。对象企业的筛选没有固定的统一标准，不同国家在实施债转股筛选对象企业时，需综合考虑各自的特殊国情以及面临的实际问题。通常，转股对象倾向于选择对地方甚至国民经济具有重大影响的企业。但也要结合实际国情进行差异化选择。以日本债转股为例，其在考虑企业规模和对地方经济影响的同时，还会参考不良资产现值与不良资产账面价值之比，预估企业债务回收的可能性，从而进一步确定转股企业的范围。

三是退出方式选择存在差异。债转股后的股权退出方式主要取决于国家资本市场的成熟程度。美国国内有相对成熟的二级市场平台，其国

内自发性债转股退出多以二级市场出售方式退出；日本债转股后二级市场机制尚不成熟，银行更倾向于通过一级市场转让方式退出；而韩国则通过制定法律规定退出方式为IPO上市退出、公开拍卖或出售给原股东。

四是转股退出周期存在差异。债转股的退出周期更依赖于国家经济的恢复状况，以及企业经营的改善情况。美国与拉美国家企业债转股的退出机制并不通畅，退出时间为12～15年。而韩国主要依靠法律规定的退出方式，其退出周期不超过5年。各国债转股后的退出周期视各国实际情况有较大差异，但是，超过5年的退出周期确实增加了较大的风险和不确定性。

3.典型债转股的模式

黄志凌等（2001）注注根据各国债转股实践，将其归纳总结为可转换型债转股、收益型债转股、破产型债转股和政策型债转股四种模式。

①可转换型债转股。这种方式普遍运用于各国的上市公司。在上市公司发行可转换债券后，债券持有人可以在转换期限内按事先约定的转股条件、转股价格随时将债权转为该公司的股权。由于公司可转换债券在发行时就已规定了转股的条件，因而这种债券兼具债权和股权的特征。债券投资者转股目的很明确，就是为了在锁定风险的同时获取投资收益。

②收益型债转股。一些公司为了改善财务结构，融得更多的资金，在股票发行上市前进行公司重组，将部分债务转为股份。金融机构（主要是指全能银行）通常在收益率高于贷款利率、债务人经营风险较低的情况下，利用其特殊的影响将企业的部分债权转为股权，以分享企业长期成长的收益，同时调整银行的资产结构，提高银行资产的整体赢利能力。

③破产型债转股。在企业进入破产程序或虽未进入破产程序但债务负担过于沉重影响企业持续经营时，债转股作为拯救企业和最大限度地保全资产的途径之一，通常由债权人和债务人双方协商进行。债权人实施债转股的目的是在救活企业的同时，加强对企业的控制，确保债权人的权益能够得到最大限度的保全和回收。在国外，这通常是作为除破产

清算外的倒数第二招来使用的。

④政策型债转股。为了降低过高的外债负担，引进外资，调整经济结构，实现经济转型，一些国家专门制订了债转股计划，将外债转为该国的投资，如20世纪80年代的巴西、墨西哥、智利、阿根廷、委内瑞拉等拉丁美洲国家，20世纪90年代中期的保加利亚、克罗地亚、俄罗斯等中东欧国家以及韩国等亚洲国家。政策性债转股通常发生在债务（尤其是外债）负担很重、企业经营难以为继、金融风险急剧加大的转型国家。政府希望通过一揽子的债转股及其配套法律、政策的出台，综合解决债务、企业重组、结构调整等问题。

（二）国际债转股的典型模式

李文玲（2002）[注]从实施方式的角度对债转股进行了划分，将其细分为破产式债转股、分散式债转股、集中式债转股。刘国辉（2016）[注]进一步梳理了不同国家债转股的实践经验，增加了银行主导型债转股。通过综合梳理总结归纳专家们的划分方式和主要观点，我们将各国开展债转股具有借鉴意义的典型模式分为以下三种。

1.市场主导型债转股——美国破产式债转股

市场主导型债转股的典型代表是美国破产式债转股。该模式按照《美国破产法》第十一章要求执行，是企业破产程序中的一种选择。根据第十一章的相关规定，濒临破产企业可以与债权人谈判并要求重组，债权人通过投票表决是否接受重组要求。破产式债转股给予债权人较大的选择权，主要通过市场化方式进行运作，并把企业的未来发展与退出环节交给市场判断和选择。

（1）破产式债转股运作流程

①选择破产清算或债权转股。若企业缺乏还本付息能力濒临破产，其债权人可以进行沟通协商，确定具体的处理路径，既可选择直接进入破产清算程序，也可选择实施债转股进行企业重组。在具体操作中，债权通常并不是直接转为股权，而是先转为可在市场上流通的赔偿要求权，以解决在债转股过程中可能存在的债权人意见不一致的问题，同时将债转股债权人范围扩大为债权人之外的所有投资者。

②妥善解决债权人的不同意见。在实施过程中，如果面临部分债权

人不同意进行重组而无法达成一致意见的情形，则需要看好企业未来发展的债权人在市场上收购赔偿要求权，直至全体债权人均同意重组。

③市场化确定赔偿要求权价格。对于具有改善潜力和发展空间的公司，其赔偿要求权在二级市场的价格往往较高，其进行企业重组的可能性较大；反之，对于那些经营不善、改变无望的公司而言，其赔偿要求权的价格往往较低，其进入破产清算的可能性较大。通过市场竞争的优胜劣汰，市场可以持续健康发展。

（2）破产式债转股实施效果

美国实施债转股后，众多企业避免了直接进入破产清算，通过获得的第二次发展机会焕发新生。刘国辉（2016）以bankruptcydata.com上1979～2008年1 385家申请破产的企业作为样本进行了研究。具体情况如表1-1所示，其中，重组企业有681家，占总体的49.1%，接近全部样本的一半；在这681家企业中，有254家在并购重组后成为上市公司（在美国NYSE、NASDAQ、AMEX、OTC上市），占比达到37.3%，剩下的427家公司也获得了重新发展的机会；被收购企业有110家，占总体的7.9%；最后只有87家公司执行破产，占总体的6.3%。整体而言，美国债转股还是取得了较好的成效。

表1-1 美国1979～2008年企业申请破产后的处置

结果	公司数量	百分比（%）
被收购	110	7.9
清　算	199	14.4
进入破产法第七章程序	87	6.3
重　组	681	49.1
★上市公司	254	18.3
★私营公司	139	10.0
★其　他	288	20.8
解　散	42	3.0
待　定	266	19.3
合　计	**1 385**	**100.0**

（3）美国汽车行业债转股实例

①汽车行业债转股的背景。

在2008年金融危机期间，美国通用汽车、福特和克莱斯勒等车企受到严重影响，一方面由于企业车型和技术的落后，另一方面由于金融危机对汽车行业的冲击，致使三大车企资不抵债，陷入困境。2008年第二季度，通用汽车亏损总计155亿美元，创下有史以来全世界企业季度亏损最高纪录；福特继2006年亏损127亿美元后，2008年第二季度再度亏损87亿美元；克莱斯勒同样持续亏损。三大车企关闭工厂达59家。2009年5月1日和6月1日，克莱斯勒和通用汽车先后申请破产保护（福特通过自救化解危机影响而免于申请破产保护）。

②汽车行业债转股的措施。

通用汽车和克莱斯勒申请破产保护后，进入《美国破产法》第十一章法定程序，美国政府分别向通用汽车、克莱斯勒提供500亿美元和125亿美元的资金支持，并将债权转化为对通用汽车60%、克莱斯勒6.6%的股份。与此同时，政府还出台了促进汽车行业改进的方案，同时要求三大车企各自制订发展计划并接受政府监督；支持私募基金参与三大车企及其子业务与子品牌的重组，使得美国汽车公司及时获得营运资金支持，也盘活了汽车行业的低效资产。具体如图1-5所示。



图1-5 2008年金融危机期间美国针对汽车行业的债转股措施

③汽车行业债转股的效果。

汽车行业债转股的实施效果较为理想，美国政府累计向汽车及其相关行业提供了约800亿美元的资助，并陆续通过市场化方式在资本市场实现退出。从2009年开始，复苏的汽车行业创造了约37万个新就业岗

位，新的通用汽车、克莱斯勒和福特都已实现运营盈利，重新焕发出市场竞争力。政府同时也救助了许多关联上下游企业，避免了行业大范围的破产危机，维护了经济的稳定发展。

（4）破产式债转股经验借鉴

破产式债转股之所以能够取得较为理想的效果，在于其充分利用市场机制来化解企业债务危机，并不是为了破产而破产，而是给了债务企业和债权人更多的选择机会和时间。特别是通过赔偿要求权的流通，投资者可以自由参与债转股的过程，增强了资本的流动性。通过实施债转股，众多企业避免了破产清算的不归路，获得再次焕发生机的机会，通过对企业的重新整合，使企业的无形资产、管理经验、客户关系等价值得到重新体现，同时，也有利于债权人的权益最大化。

2.银行主导型债转股——日本主办银行制度

银行主导型债转股以日本的主办银行制度为代表。在银行主导型债转股模式下，商业银行将企业贷款直接转换成银行持股。日本著名经济学家青木昌彦在对主办银行制度的解释中明确提出，主办银行制度是指包括企业、银行、其他金融机构和管理当局间一系列非正式的惯例、制度安排和行为在内的“公司融资和治理体制”，其核心是主办银行与企业之间的关系。

（1）主办银行制度的背景

第二次世界大战之后，日本经济状况不佳，利率受到限制，金融市场封闭，政府对金融机构实行高度的集中管理，资本市场不发达，日本企业大部分处于破产和半破产的境地，银行存在大量的不良债权。企业资金主要来源于银行，通常对企业出资最多的银行就成为该企业的主办银行。主办银行不仅为企业提供了充足的资金，也代替资本市场和监管层从内部对企业实施监督。主办银行制度下的债转股由银行自己主导，当企业无法偿还债务或贷款时，银行便将企业的债权转为股权，如图1-6所示。

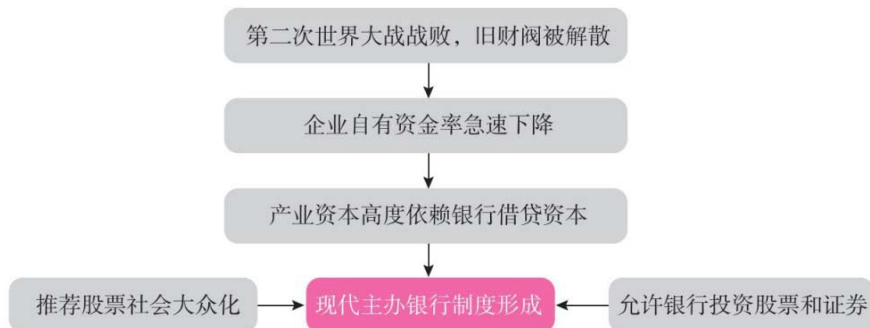


图1-6 日本主办银行制度产生的背景

面对大量企业濒临破产的困境，政府采取了分流企业账户的措施。

①账户分设，资产区分。将企业账户分为新账户和旧账户，旧账户为不良资产，新账户是维持经营所必需的资产。

②先行核销，新旧合并。对于旧账户中的负债，在重组之前债权人不得要求权利，企业也不允许宣告破产；旧账户重组时通过对旧账户资产与负债的价值进行评估，先核销资产，再核销负债，如仍有损失，政府给予补偿；在损失核销完毕后，新旧账户合并。

③主办银行，全面支持。企业在分离账户的过程中，变卖了大部分资产去偿还债务，为了维持经营还需要继续注资。由于国家无力拨款、股票市场崩盘，只能采用银行注资的方式，主办银行制度便诞生了。银行在向企业提供贷款的同时，也提供资源管理，派遣管理人员，提供各类金融服务。

（2）主办银行制度的优势

主办银行制度对战后日本重建发挥了重要作用，不仅使企业获得贷款等金融服务，还使企业获得银行提供的资源、信息等其他服务，进而实现了企业的发展。具体而言，体现在如图1-7所示的四个方面。



图1-7 主办银行支持企业的四方面

①参与企业治理。

企业的主办银行往往是其大股东，它可以控制企业的表决权，能够参与企业治理。主办银行虽然受到《禁止垄断法》的限制，持有企业股份不能超过5%，但由于日本特有的环状相互持股的特征，主办银行可以通过其所属集团控制企业其他股东的表决权，从而控制企业，参与企业治理。

②提供融资支持。

一方面是贷款融资，对于企业维持短期经营的融资需求，主办银行具有较大的主导地位，在企业经营上拥有较大的话语权；另一方面是债券融资，通常主办银行负责作为企业发行债券的法定受托管理人，同时，主办银行也是企业债券的持有人。

③资源对接整合。

企业经营的业务、资源、信息均受益于主办银行，企业结算账户一般开立在主办银行，主办银行可以实时观察企业资金状况，及时评估债权情况。主办银行在企业经营上为企业提供客户资源，接洽项目合作，帮助企业经营成长，提升债权质量。

④化解经营危机。

一是帮助企业推进债务重组。当企业无法付息还款时，主办银行可以豁免企业利息或者部分债务；作为财务顾问，帮助企业与其他债权人联系债务重组；推进债务重组进程，帮助企业度过低迷期，避免危机的继续扩大。二是通过表决权接管企业，直接参与企业管理。如果主办银行认为是管理层决策失误引起财务危机，可以通过罢免现有管理层、派遣新管理人员来推动企业经营恢复正常。三是处置企业或推进并购。主办银行认为企业状况无法改善时，可以决定是否终止企业经营，或与其他企业寻求兼并收购。

（3）主办银行制度的衰败

20世纪70年代后期，日本经济环境发生巨大转变，资金从严重短缺转变为严重过剩，经济从供给不足转变为需求不足，难以维持封闭的间

接金融体制。主办银行不希望其控制的企业遭到破产清理，不断对企业实行债转股，若企业经营没有改观，则这部分投资损失将会不断增加。

另外，在主办银行体制下，银企之间关系过度紧密，导致主办银行对所持股企业信息披露不完整、监管不力，降低了资本分配效率，并形成了大量腐败事件。1997年在亚洲金融危机冲击下，日本主办银行制度封闭的金融体系受到重创，日本决定进行彻底的金融改革，清除银行巨额坏账。同年，日本政府针对以主办银行制度为特征的金融体制“大爆炸”改革方案出台，加速了主办银行制度的衰退，主办银行制度时代逐渐终结。

（4）银行主导型债转股经验借鉴

银行主导型债转股在资金支持、资源整合、信息补充等方面确实对企业有着积极的影响，主办银行制度在当时的历史环境下对于日本经济发展起到了一定的推动作用，对日本战后恢复重建有着重要意义。但是，对于市场化债转股仍有以下几点值得思考。

①信息披露与严格监管。做好信息披露与监管工作，处理好银企之间的关系是债转股成功的基础之一。战后，日本政府将金融制度、金融政策和金融监管纳为一体，强化信息披露，银行和企业之间的关系才日益密切。

②市场机制与资本市场。主办银行制度是政府干预的债转股模式，缺乏市场机制的培养，资本市场的发展也受到限制，只有在市场化的债转股模式下，银行才有动力去筛选质地优良的公司进行债转股操作，以获得资产升值回报。

③期间管理与退出方式。日本主办银行在债转股后长期持有企业股权没有退出，不利于银行本身的发展，股权退出应当引起重视。

3.政府主导型债转股——韩国债转股经验

实施政府主导型债转股的典型代表是韩国。该模式是在政府制定债转股框架的前提下，由债权银行与企业配合，通过债转股的方式，帮助企业进行重组。

（1）设立重组资产管理公司

韩国实施"出口主导型"经济发展战略（如图1-8所示），通过低息贷款和出口补贴、税收优惠等措施，迅速打造了一批如"三星""LG""韩太"等支柱性企业，完成了从落后农业国到现代工业化国家的华丽转身。但这种政企关系，留有以下两大隐患：一是产业集中度偏高，1996年，韩国前5大企业的经济规模超过了全国GDP的25%；二是风险集中度偏高，企业重视粗放式的规模扩张而忽略经济效益，过度举债导致负债率居高不下，至金融危机前，韩国企业平均负债率超过400%。在1997年亚洲金融危机的冲击之下，韩国工业巨头相继破产，银行不良率高企的问题逐步暴露，最终，政府对局面逐步失去控制。韩国政府被迫接受IMF提出的严厉的经济稳定计划，对金融系统进行改造。改善企业自身财务状况和化解金融机构不良债权首当其冲。



图1-8 韩国债转股实施的主要举措

①设立处置不良的资产管理公司。1997年11月，韩国政府按照《有效管理机构不良资产和设立韩国资产管理公司法》对1962年发起设立的韩国资产管理公司（KAMCO）进行重组。KAMCO的主要职责是购买并处理金融系统内的不良资产和不动产，并与韩国存款保险公司合作重组。

②制订处置不良的金融援助计划。韩国政府还于1998年4月成立了金融监督委员会，制订金融援助计划，加快推进银行业的重组和不良资产处置。截至1999年，KAMCO买入超过44亿韩元的不良资产，为银行总贷款的20%左右，平均支付对价在4.5折左右。虽然银行体系不良资产的剥离进展迅速，但对不良资产的处置却一直踌躇不前。1999年3月之前，通过公开拍卖的形式处置的不良资产仅为8 300亿韩元，占承接不良资产的比例不足2%。

③发行不良贷款专项基金债券。KAMCO以设立不良贷款资产管理

基金的形式筹资，资产管理公司和存款保险公司通过发行由政府担保的不良贷款资产管理基金债券筹措资金，用于承接不良资产并对困难银行注资。

④推进三大重点行业债权转股。同时，韩国政府将银行对一家企业的股权投资由过去的不超过银行资本的10%改为15%，以推进债转股进程。1998年下半年，韩国政府主持了5大财团的债转股协议，但受当时的法律环境限制，债转股整体规模仅占企业总债务的1%。1999年6月10日确定的计划通过债转股形式化解的企业债务总量为1.474万亿韩元，占承接不良资产的3.4%，主要涉及石化、航空、车辆三大行业。到1999年10月底完成了1.282万亿韩元，完成比例达82.3%，一些企业在通过债转股方式减轻负担后已经重新赢利。

（2）选择债转股目标企业

按照《韩国资产管理公司法》，企业重组计划对目标公司的选择进行限制，其限制主要分为两大方面：政策性限制和其他限制。在这些限制条件下，筛选出的企业进行债转股必须达到真正使企业解脱债务危机的程度（如图1-9所示）。

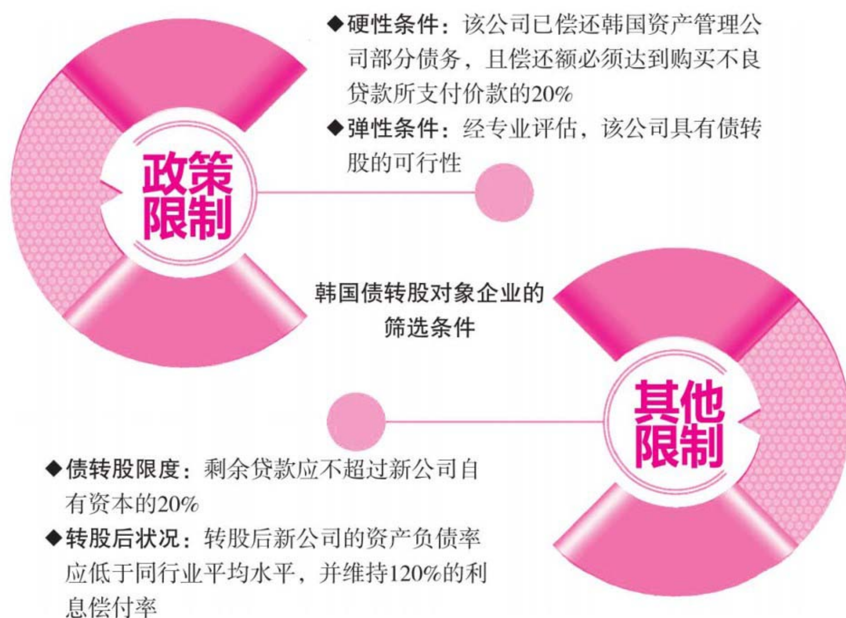


图1-9 韩国债转股对象企业的筛选条件

基于计划对公司的限制，政府最终选定联合8家主要银行和64家集团完成本次重组计划，并要求在主要银行的监管下使负债股权比降至

200%。截至2000年8月，资产管理公司对148家企业实施了债转股。但整体而言，转股计划主要针对现代、三星、LG、Daewoo、SK这5大财团，涉及111家公司。选取原因在于它们的公司规模过于庞大，财团经营状况直接影响银行债务质量。

（3）通过立法明确退出机制

韩国以立法的形式明确了债转股后的退出机制，其法律规定如下。

①债转股的最长期限为5年。

②股东有优先回购权。

③具体的退出渠道为：一是如果股票在韩国证券交易所挂牌，则以市场价卖出；二是卖给其他个人投资者或者公开拍卖；三是卖给其他股东。

（4）政府主导型债转股经验借鉴

1998年下半年，韩国政府主持了5大财团的债转股协议，但债转股在韩国巨大的企业债务中所占比重相当小（1998年年底以前进行的债转股仅占其全部债务总额的1%左右）。1999年，韩国调整了政府对公司重组的政策，即政府只做外部协调，由债权人和债务人自主协商，合理确定公司的债务水平，使得企业能够用预期利润支付财务费用。韩国债转股实践采用了双赢策略，即运用债务转换和其他正式计划，而不是销账的方式。

---

1. 赵幼力.广义“债转股”和狭义“债转股”［EB/OL］.http：//opinion.caixin.com/2016-05-04/100939454.html.
2. 周小川.关于债转股的几个问题［J］.经济社会体制比较，1999（6）：1-9.
3. 张训苏.债转股的理论与实证分析［J］.中国工业经济，1999（11）：12-15.
4. 黄金老.论债转股的理论和政策问题［J］.金融研究，2000（1）：63-70.
5. 吴有昌，赵晓.债转股：基于企业治理结构的理论与政策分析［J］.经济研究，2000（2）：26-33.
6. 王善平，王平.债转股问题辨析［J］.会计研究，2000（8）：40-42.
7. 晏艳梅.理性认识债转股［J］.金融研究，2000（4）：67-69.
8. 王艳娟.国有企业债转股产权分析［J］.金融研究，2002（11）：49-58.
9. 梁志兵，李世刚.市场化债转股与经济转型［J］.中国金融，2017（4）：19-21.

10. 李奇霖，梁路平.债转股：不得不说的好与坏［N］.经济观察报，2016-3-20.
11. 刘爱萍.市场化债转股下的法律冲突与法治保障［J］.金融发展研究，2016（10）：65-69.
12. 胡建忠.把握不良资产演化趋势审慎推进市场化债转股［J］.新金融评论，2016（4）.
13. 周礼耀.创新实践市场化债转股［J］.中国金融，2017（2）：18-20.
14. 张明合.稳妥有序实施市场化债转股［J］.中国金融，2017（4）：26-27.
15. 王益宏.债转股的国际经验［J］.世界经济情况，2001（16）：24-29.
16. 王朝阳，陈晓辉，詹莹雨.债转股的国际借鉴［J］.中国银行业，2016（11）：36-38.
17. 董晓平，齐殿伟，李华.浅析日本银行不良资产的处理及我国的债转股［J］.现代日本经济，2002（2）：21-25.
18. 王信.国际金融史上的债转股［J］.中国金融，2016（23）：97-99.
19. 李长银，陈涛，李虹含.商业银行债转股的国内外历史回顾与借鉴［J］.武汉商学院学报，2016，30（6）：44-50.
20. 李变花.借鉴国际经验，搞好债转股［J］.北京大学学报：哲学社会科学版，2000（s1）：88-93.
21. 黄志凌，曲和磊，唐圣玉.债转股的国际经验与中国实践应把握的方向（上）［J］.财贸经济，2001（10）：45-50.
22. 黄志凌，曲和磊，唐圣玉.债转股的国际经验与中国实践应把握的方向（下）［J］.财贸经济，2001（11）：23-27.
23. 李文玲.债转股可借鉴国际经验［J］.经济论坛，2002（2）：10-11.
24. 刘国辉.债转股的国际经验及启示［J］.金融纵横，2016（8）：53-59.

第二节
把握本轮债转股的背景

一、实施背景：三大问题倒逼

实体经济是我国经济发展和在国际经济竞争中赢得主动的根基。目前，我国正处于产业结构战略调整、经济发展转型升级和新旧动能接续转换的关键时期，中国经济要做到“稳中求进”，就必须充分认识大力发展实体经济的重要性，及其对实现“稳增长、控物价、调结构、惠民生、防风险、保稳定、抓改革、促和谐”政策目标的重要作用。正所谓“实业兴，则百业兴”，实体经济的转型升级和健康发展关乎中国经济能否渡过眼前的难关，更关乎跨越中等收入陷阱和进入中等发达国家行列等中长期任务目标的顺利完成。发达稳健的实体经济，是国民经济得以持续稳定增长的保障，是增加社会财富、增强综合国力的基础，也是改善人民生活、应对外部冲击的后盾。2016年，中央经济工作会议提出，着力振兴实体经济。要坚持以提高质量和核心竞争力为中心，坚持创新驱动发展，扩大高质量产品和服务供给。

当前，由于周期性和结构性因素并存，我国实体经济发展遭遇前所未有的挑战，集中体现为企业部门杠杆率和潜在债务风险高企、利润下降，宏观经济增速和经济全要素生产率增速下降，如图1-10所示。实体经济急需良药医治，以恢复肌体健康，实现转型升级。而市场化债转股则是一剂长短兼顾、标本兼治的良药。



图1-10 实体经济高杠杆的“前因后果”

（一）企业高负债的压力不可不消

1.中国全社会杠杆率接近警戒线

由于周期性因素，当前我国大量企业面临前期投资举债过多、外需下降、内需不足的困境，导致企业部门债务率高企。据中国社会科学院

和国际清算银行等机构测算，我国非金融企业部门杠杆率大致为150%，虽然从世界范围来看，我国全社会杠杆率不算太高，但是依然接近警戒线，如图1-11所示。而且，从我国发展历程来看，这个指标呈现出逐年提高的趋势。

2.非金企业杠杆率影响尤其突出

根据中国社科院国家金融与发展实验室测算，1996～2015年，我国全社会杠杆率（全社会债务/GDP）快速飙升，如图1-12所示。截至2015年年底，全国的债务总额高达168.48万亿元。若以2015年的GDP最后修正数68.91万亿元为分析基础，通过全社会杠杆率分析方式对2015年的杠杆情况解构，可计算得出全社会杠杆率为244.5%。全社会杠杆率的统计口径包括政府部门、居民部门、金融部门、非金企业部门四大部门。2016年，政府及平台杠杆率为40%左右，居民部门杠杆率为20%左右，金融部门杠杆率为20%左右，非金企业部门杠杆率为155.62%。由此看来，非金企业部门对全社会杠杆率的影响尤其突出。

2017年7月，中国社会科学院国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心发布《中国去杠杆进程报告（2017年一季度）》。报告总体判断认为，实体经济杠杆率有所上升，金融去杠杆初见成效，国有企业去杠杆乃重中之重，警惕“花样翻新”的地方政府隐性债务。具体来说，居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2016年年末的234.2%增加到237.5%，上升了3.3个百分点；在实体经济杠杆率有所上升的同时，金融部门杠杆率出现回落。从银行业存款类金融机构的负债端来衡量，金融杠杆率从2016年年末的72.4%下降到2017年第一季度的71.2%。从银行业存款类金融机构的资产端来衡量，金融杠杆率则从2016年年末的78.1%下降到2017年第一季度的77.3%，如图1-13所示。

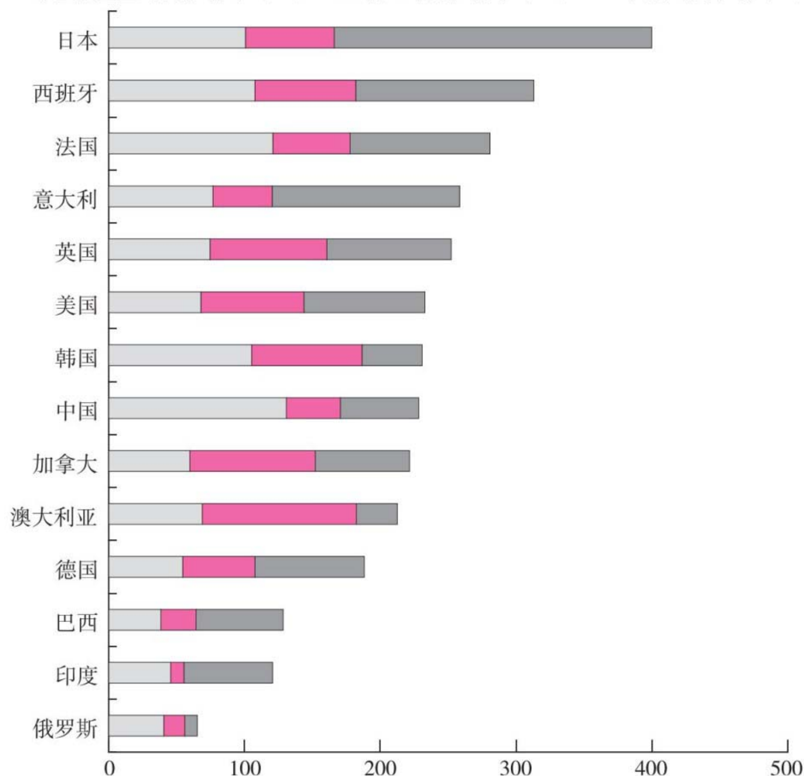


图1-11 实体经济杠杆率的国际比较

资料来源：中国社会科学院，方正证券

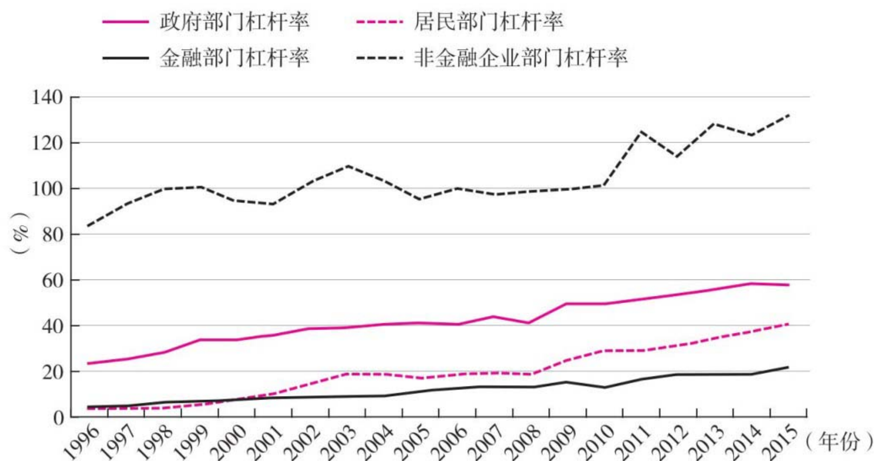


图1-12 1996～2015年我国社会各部门杠杆率（%）

资料来源：Wind，中国社会科学院，方正证券

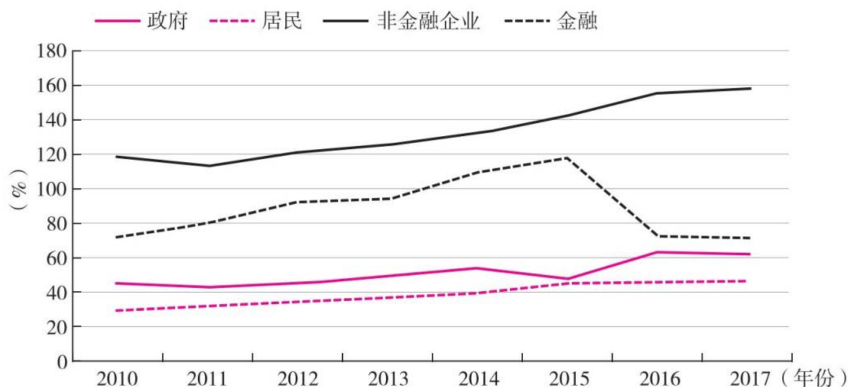


图1-13 2010 ～2017年第一季度社会各部门杠杆率

资料来源：中国社会科学院国家金融与发展实验室

如表1-2所示，2014～2016年，全国非金企业部门的杠杆率依次为147.57%、153.41%、155.62%，杠杆率还在逐年上升，2015年比2014年增长了5.84个百分点，2016年比2015年上涨了2.21个百分点。2017年第一季度，实体经济杠杆率总体上有所上升，主要受非金融企业的影响，具体表现在央企的杠杆率。

表1-2 全国非金融企业杠杆率情况表

非金融企业重要指标	2016 年年末	2015 年年末	2014 年年末
企业贷款余额	74. 47	68. 77	61. 80
企业债券存量	17. 92	14. 63	11. 69
委托贷款余额	13. 20	11. 01	9. 33
信托贷款余额	6. 31	5. 45	5. 34
未贴现银行承兑汇票	3. 90	5. 85	6. 87
合计	115. 80	105. 71	95. 03
GDP	74. 41	68. 91	64. 40
杠杆率	155. 62%	153. 41%	147. 57%

资料来源：中国人民银行

非金融企业部门杠杆率的快速上升主要在于国企，特别是央企。从工业企业来看，我国工业国有企业的资产负债率从2007年的54.2%增至2016年9月的61.5%，工业私营企业的资产负债率从58.4%降至51.4%，如图1-14所示。

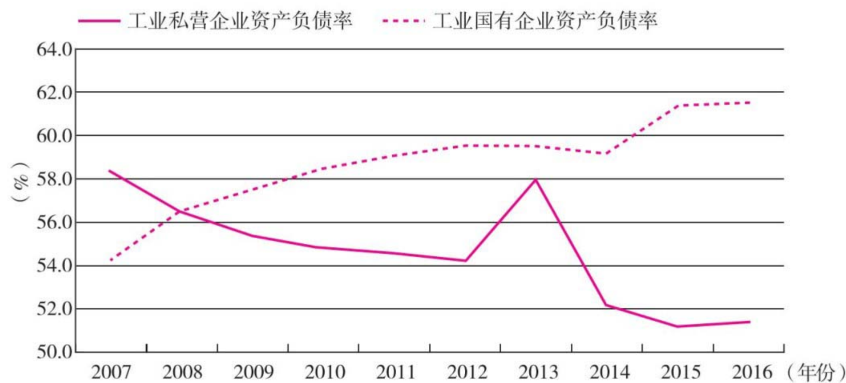


图1-14 工业国有企业、工业私营企业资产负债率

资料来源：Wind，方正证券

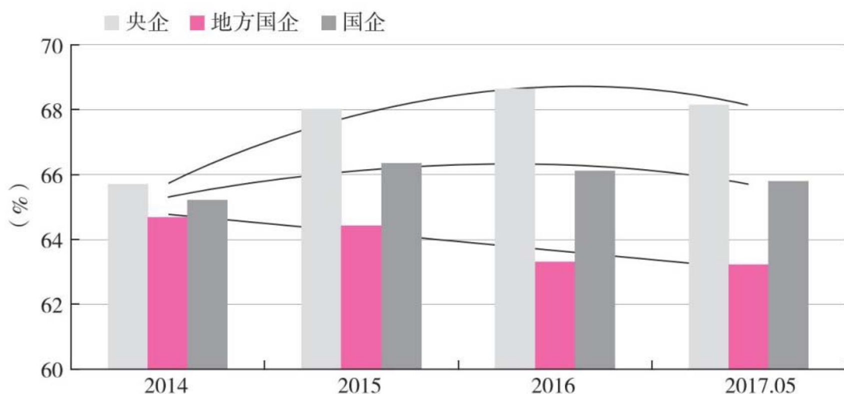


图1-15 国有企业全行业资产负债率

资料来源：根据国资委官网发布的数据整理

从全行业的国企内部看，从2014年到2017年5月，国企资产负债率基本保持不变，维持在65.6%左右；央企资产负债率从2014年的65.0%增至2017年的68.0%，增加了3个百分点，呈现稳中缓升态势；地方国企资产负债率从2014年的64.64%下降至2017年5月的63.18%，逐年下降，如图1-15所示。

3.杠杆率居高不下的原因——过度金融化

过度金融化有苗头、有趋势、有问题，主要表现在以下四个方面。

①金融占GDP的比重快速提升。

②社会上出现一哄而上办金融的现象，金融由传统金融迅速发展为传统金融、新金融、准金融、类金融、互联网金融五类。

③部分金融机构存在体内循环、脱实向虚的情况。同业、理财、资管、票据存在杠杆率过高、链条过长、关联过于复杂等问题，造成银行资产负债畸形发展，这种畸形带来的是一种脆弱。有些银行，特别是中小商业银行，出现两种奇怪的现象：表外的业务大于表内的业务，同类的业务超过存款业务。这些现象不但虚增了银行的利润，同时也加剧了实体经济的成本。

④部分实体企业片面强调产融结合。部分实体企业，特别是民营企业（包括国有企业在内），片面地追求、强调、过分倚重扩大产融结合或者金融板块业务。全国人大财经委副主任，时任重庆市市长黄奇帆曾在参加座谈会时提到，重庆不能再提、再搞产融结合，是产业的搞好产业，是金融的搞好金融，产业和金融结合如果出问题，会导致金融行为的虚拟化、投资化。

4.国有及国有控股企业杠杆率高企

2016年国有及国有控股企业杠杆率情况如表1-3所示。根据财政部对国企杠杆率的统计结果，可以分析出以下情况。

①降杠杆成绩不太明显。2016年，全国总资产1 317 174.50亿元，负债总额870 377.3亿元，资产负债率66.08%。2015年，资产负债率为66.33%，降杠杆一年以来，杠杆率没有明显下降。

②地方国企比中央企业成效好。2016年，中央企业资产负债率为68.59%，地方国企为63.28%，地方国企比中央企业要低。

③全国杠杆率居高不下，降杠杆任务艰巨。2016年，全国不包括金融企业的国有企业负债总额占GDP比重为87.04%。另外，从时间序列角度观测全国不含金融企业的国有企业杠杆率，2016年，全国不含金融企业的国有企业杠杆率是117%，2015年是114.7%，2014年是103.35%，逐年提升，降杠杆的任务艰巨。

表1-3 2016年国有及国有控股企业杠杆率情况

企业类型	资产总额（元）	负债总额（元）	资产负债率（%）	上年资产负债率（%）
全国国有企业	1 317 174. 50	870 377. 30	66. 08	66. 33
其中：中央企业	694 788. 70	476 526. 00	68. 59	67. 97
地方国企	622 385. 80	393 851. 30	63. 28	64. 41

5.国有及国有控股企业效益率还有待提升

2016年国有及国有控股企业效益率情况如表1-4所示。以利润总额为基数，对应到总资产、净资产和营业收入，分析得出以下基本结论。

表1-4 2016年国有及国有控股企业效益率情况

企业类型	利润总额（元）	总资产利润率（%）	净资产利润率（%）	营业收入利润率（%）
全国国有企业	23 157.80	1.76	5.18	5.05
其中：中央企业	15 259.10	2.20	6.99	5.51
地方国企	7 898.70	1.27	3.46	4.34

①总体上来看，2016年，全国国有企业总资产利润率为1.76%，净资产利润率为5.18%，营业收入利润率为5.05%。

②从中央和地方对比来看，对于以上三个指标，中央企业分别是2.2%、6.99%和5.51%，地方国企分别是1.27%、3.46%和4.34%，中央企业好于地方国企。

（二）企业高风险的隐忧不得不除

我国实体经济全要素生产率下降、杠杆率高企、债务负担沉重的另一个重要因素是结构性因素。

1.国企债务负担不减，违约风险不断累积

国有企业治理不够完善，承担过多社会负担，导致规模冲动、负债冲动和效率不足，使得资金要素使用效率不高的同时负债规模也快速上升，进而造成金融信贷错配，拉低了经济整体资源使用效率，宏观经济累积了较大的潜在债务违约风险。这一问题自2008年以来尤为突出。据统计，1998～2007年，国有企业与其他类型企业的资产负债率差距不大，且都较为平稳。自2007年起，国企负债率显著上升，从2007年的最低点61.6%上升至2015年的最高点65.7%，而同期全部规模以上工业企业资产负债率从59.2%下降到56.2%，两者差距从2.4个百分点上升到9.5个百分点。与此同时，国有性质规模以上工业企业的利润率从2008年的约12%下降到2015年的约6.3%，同期私营工业企业利润率则从9.5%上升至11%。

如图1-16所示，根据统计的所有行业国企、央企有息债务情况来看，短期有息债务（短期借款、交易性金融负债、应付票据和应付短期债券）的规模自2014年以来基本维持稳定，占有息债务的比重趋于下降；长期有息债务（主要是长期借款和应付债券）规模增长明显，占有息债务的比重持续上升，且主要体现在债券上，长期借款相对稳定。

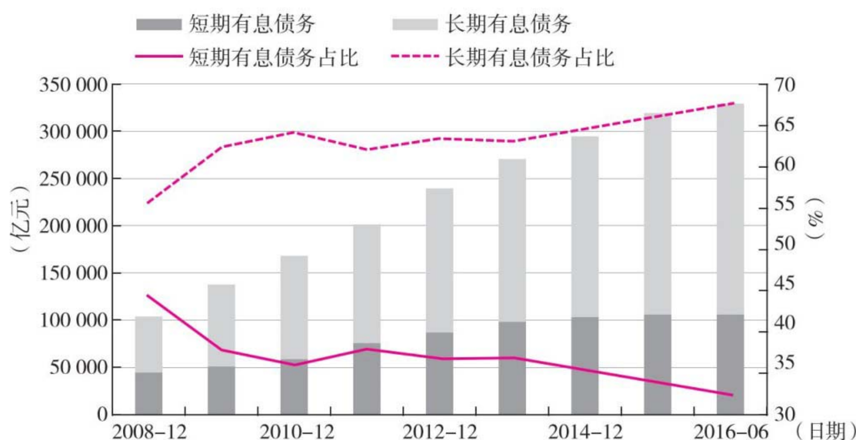


图1-16 国有企业长短期负债情况变化趋势图

资料来源：Wind，兴业证券研究所

2.国企直融比例上升，刚性兑付压力较大

我国储蓄率较高，导致债务融资占比居高不下，与此同时，商业银行贷款的风险管理较弱，存在一定的所有制偏好和贷款抵押偏好，过度依赖政府对国有企业偿债的隐性担保和企业重资产的抵押，加剧资金要素错配。根据国际货币基金组织的测算，我国2015年国民总储蓄占GDP的比重约为46%，而其他国家的平均水平仅为20%左右。与之相对应的是，我国债务融资占比过高。据人民银行统计，债务融资在社会总融资规模中占96%，银行贷款占67%。这些贷款中有相当大一部分贷给了生产效率相对不高的国有企业，而大量运营高效、更具创新能力和创新欲望的民营企业却无法获得足够贷款，这导致经济整体生产率潜力无法充分释放，经济转型升级受到限制。

如图1-17所示，通过近年来国有企业债务结构的变化情况可以了解到：一是由于不良贷款率持续上升，银行惜贷，长期贷款难有新增；二是投资机会缺乏，抵押品价值下降，银行贷款新增空间有限；三是随着2014年债券市场走牛，供给明显上升，信用债接棒银行贷款给企业融资。从整体来看，债券融资占比上升，致使国企、央企债务结构发生了

变化，实质上对于化解短期集中兑付压力起到了一定的缓和作用。

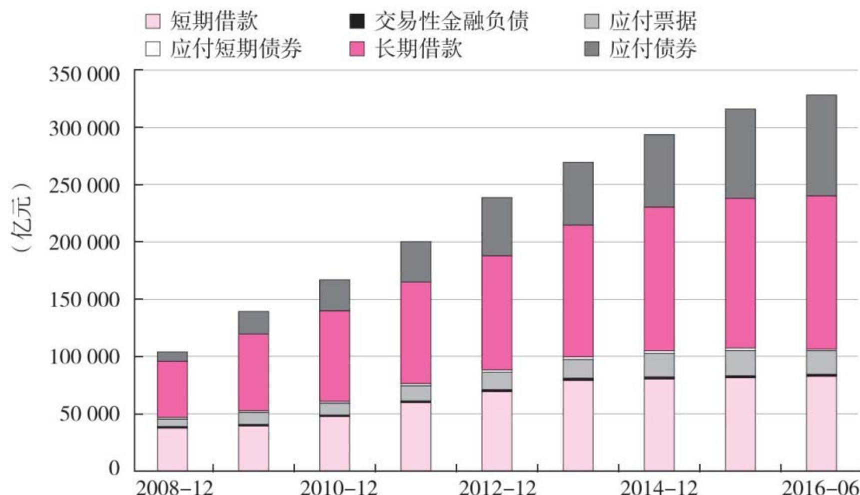


图1-17 国有企业债务结构变化情况图

资料来源：Wind，兴业证券研究所

事实上，高杠杆导致企业财务负担沉重、利润骤降，可能使实体经济进入“偿债压力上升→利润下降→偿债压力进一步上升→利润进一步下降”的恶性循环。高杠杆还会损害企业的发展潜力和竞争力。高偿债压力会导致具有发展前景的优质企业无力进行新的技术研发投资和产品更新换代，甚至导致部分优质企业债务违约和破产倒闭，损害我国优质产能和优质企业的创新能力，不利于经济转型升级和长期健康发展。企业高杠杆风险还可能通过金融体系的传递而放大影响，可能引发金融风险甚至系统性风险。一方面，企业高杠杆产生的债务风险可能沿债务链、担保链和产业链蔓延；另一方面，企业债务违约会导致银行坏账上升，消耗银行的资本金，降低银行配置信贷资源的有效性。此外，债券市场违约则会冲击债券市场的稳定性，通过信息摩擦的放大效应影响债权人对整体企业运行的预期，从而导致实体经济运行“雪上加霜”，加剧经济下行，甚至会导致恶性循环。

（三）银行高不良的现状不得不控

1.商业银行不良率持续升高

自2012年第三季度起，整体银行业的不良贷款余额和不良贷款率均进入上升通道，截至2017年第一季度末，整体银行业不良贷款余额已接近1.6万亿元，不良贷款率达到1.74%；关注类贷款余额也攀升至3.4万

亿元，占比达到3.77%。与此相对应的则是银行业拨备覆盖率的不断下降，到2017年第一季度末其已降至178.76%，较2012年第三季度末的290.18%下滑超过110个百分点。2016年第二季度末，中国商业银行的不良贷款率进一步攀升，创下近7年的新高，达到1.81%，接近2009年第一季度末的2.04%。拨备覆盖率从290.18%降至175.52%，日益接近150%的监管要求。由于实际操作中的贷款展期、借新还旧、表内外腾挪等，商业银行的真实不良贷款率更高，如图1-18～图1-20所示。

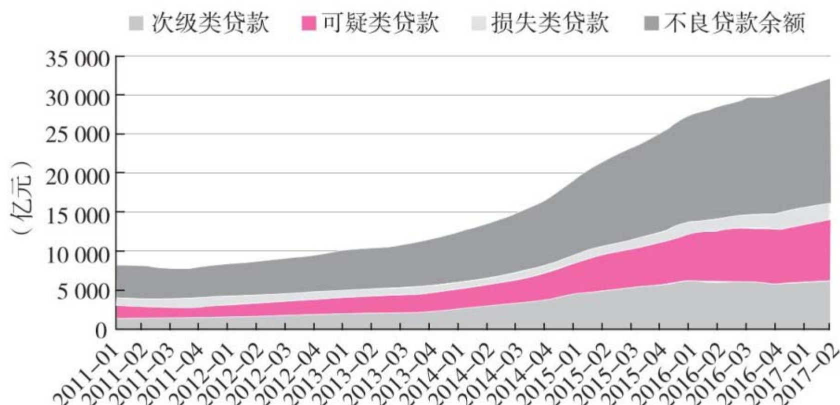


图1-18 商业银行不良类贷款余额分布图

资料来源：根据中国银监会官网发布的数据整理

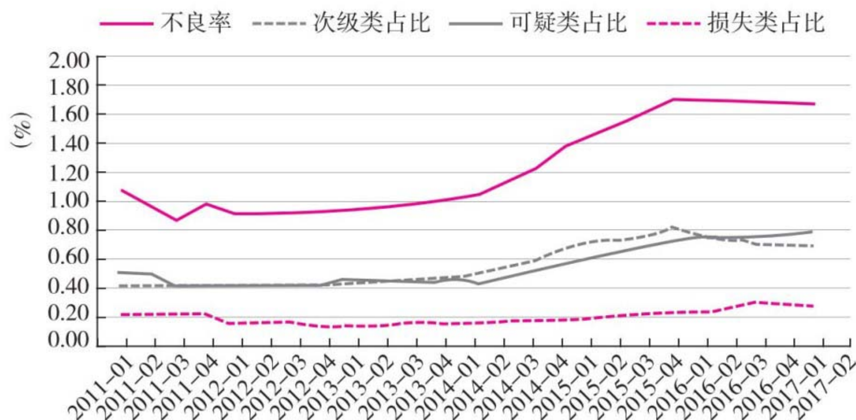


图1-19 商业银行不良类贷款占比分布图

资料来源：根据中国银监会官网发布的数据整理

2.大型商业银行不良余额占比超过五成

从大型商业银行看，不良率呈现上升趋势，2017年5月月末，大型商业银行不良贷款率达1.67%；但在拨备覆盖率方面，2014年大型商业银行低于平均水平，而在2015年以后，大型商业银行高于平均水平。截

至2017年第一季度，大型商业银行不良贷款余额合计为7 898亿元，占全国商业银行不良贷款余额1.58万亿元的50%，如图1-21～图1-23所示。

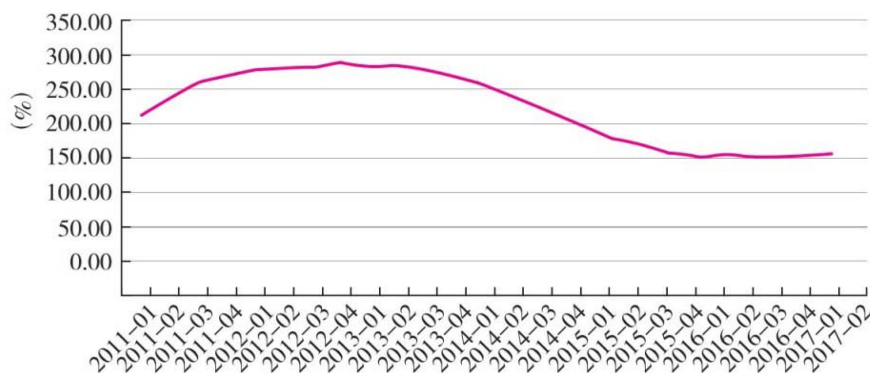


图1-20 拨备覆盖率变化趋势图

资料来源：根据中国银监会官网发布的数据整理

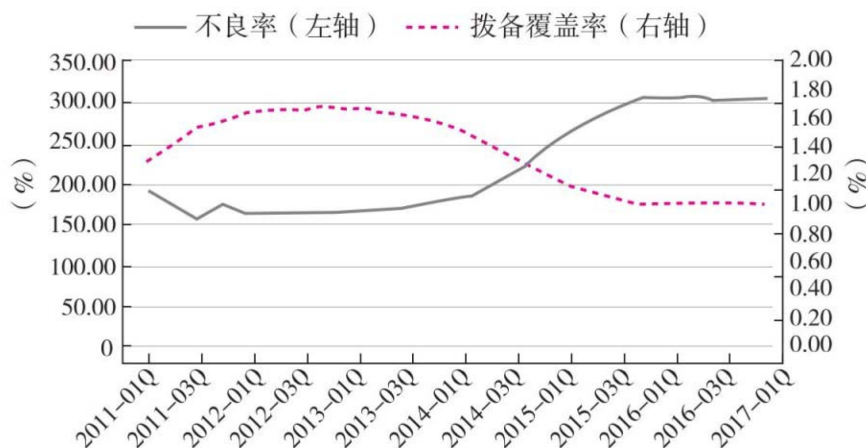


图1-21 商业银行不良贷款率与拨备覆盖率

资料来源：根据中国银监会官网发布的数据整理



图1-22 大型商业银行不良贷款余额与不良率

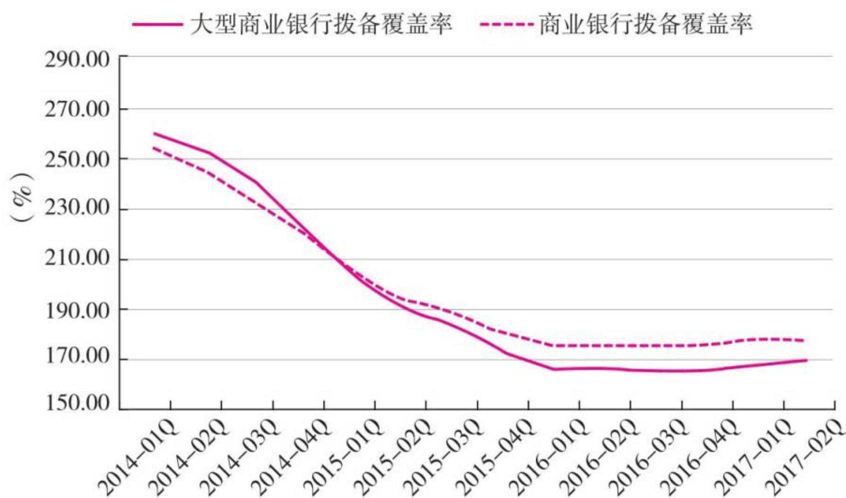


图1-23 大型商业银行拨备覆盖率

3.中小银行不良指标迅速攀升

相比于国有大型银行和外资银行，由于在授信、风控等管理环节上存在一定的不足，股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行以及外资银行等中小银行，其不良贷款余额和不良贷款率也在迅速攀升，如图1-24、图1-25所示。

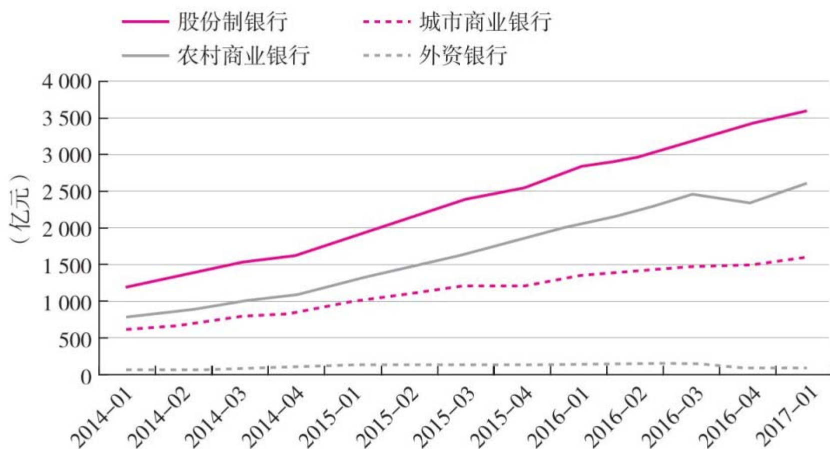


图1-24 中小银行不良贷款余额变化趋势图

资料来源：根据中国银监会官方网站公布的统计信息绘制

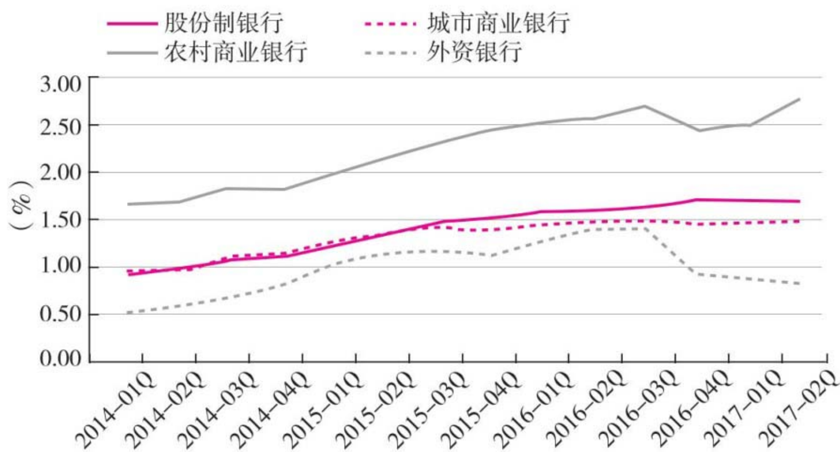


图1-25 中小银行不良贷款率变化趋势图

资料来源：根据中国银监会官方网站公布的统计信息绘制

二、实施逻辑：深化改革棋子

（一）嵌入改革发展的逻辑闭环

如何才能全面、清晰、准确地认识和理解市场化债转股？我们认为应该将其纳入当今中国的两大主旋律来进行系统分析。当今中国的第一大主旋律是全面深化改革，而第二大主旋律则是创新驱动发展，具体而言，这两大主旋律可以体现在如图1-26所示的12个方面。

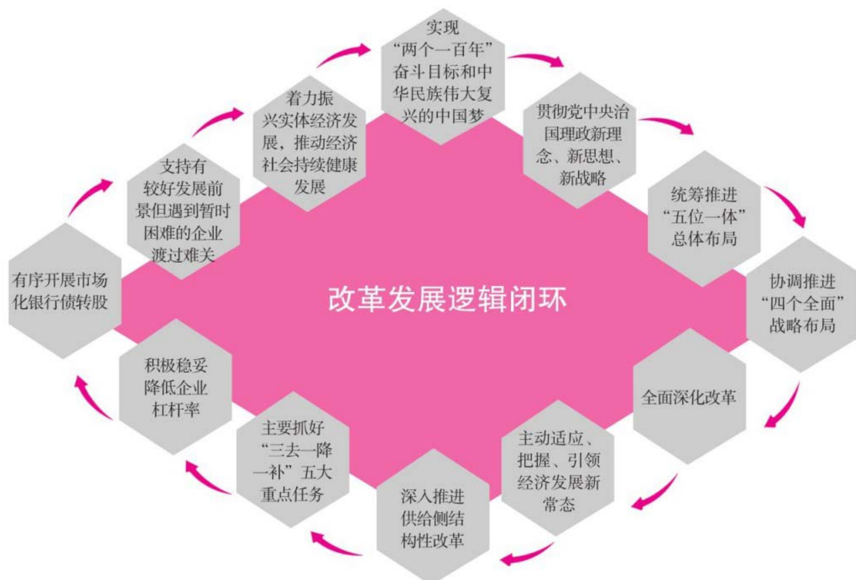


图1-26 改革发展的逻辑闭环

1.演化的起始源头

整个改革的逻辑闭环起始于“两个一百年”的奋斗目标和中华民族伟大复兴的中国梦这两个宏伟目标。

2.演化的发展过程

首先，从国家宏观层面来看，实现两个宏伟目标要坚持贯彻党中央提出来的治国理政的新理念、新思想、新战略；以“三新”作为指导，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局。

其次，从市场中观层面来看，细化“四个全面”战略布局，推进经济金融领域和国资国企改革领域全面深化改革，需主动适应、把握和引领经济发展的新常态，深入推进供给侧结构性改革，抓好“三去一降一补”的五大重点任务。

最后，从企业微观层面来看，抓好五大重点任务的关键在于积极稳妥地降低企业杠杆，有序开展市场化的银行债转股，支持有较好发展前景但暂时遇到困难的企业渡过难关。

3.演化的完结迭代

上述一系列措施可以帮助企业渡过难关，进而助力振兴实体经济，推动经济社会持续健康发展，最终实现“两个一百年”的奋斗目标和中华民族伟大复兴的中国梦两个宏伟目标。

再进一步进行总结提炼，逻辑闭环的12个方面从中国梦开始，到新理念，到推布局，到抓改革，到新常态，到侧改革，到抓任务，到杠杆率，到债转股，到渡难关，最后到兴实业、促发展。这12个方面实际上形成了一个相互影响、相互渗透、相互促进的逻辑关系。同时，这种逻辑关系又形成了一种有序的、互动的、递进的良性循环。

（二）嵌入企业发展的解困逻辑

企业改革的基本目标，特别是国企改革的基本目标是降债减负、去杠杆、增效益，以及瘦身健体、抓改革、促发展。我国国有企业由于过剩的产能、抵消的投资以及不良的经营，形成了不同程度的困难，导致

问题资产、高额负债和缩水资本相继出现。

梳理总结中央关于国资国企改革的文件，可以提炼出“四量调整”和“四个一批”两组对应关系，如图1-27所示。



图1-27 企业发展的解困逻辑

①畅通流量，巩固加强一批。

②用好增量，创新发展一批。

③盘活存量，重组整合一批。

④主动减量，清理退出一批。

其主要特征有两点：一是“四量调整”和“四个一批”是由高到低、相互影响的逻辑关系；二是充分体现出“分”的特点——分量、分级、分层、分类，只有“分”才能出效益。大到一个集团，小到一个公司，都能用“四量调整”和“四个一批”来对应资产项目、投资企业板块。但是，“四量调整”和“四个一批”的难点在于重组整合、盘活存量。



图1-28 重组的划分

1.基于重组对象，分为企业重组、资产重组和债务重组

企业重组注企业重组是企业为了获取并保持长久的竞争优势，通过业务过程重组、组织重组、资产（资源/能力）重组并使它们协调发展，以识别、培育、发展企业核心能力的过程，如图1-28所示。

当“企业”方式配置资源的效率与市场方式配置资源的效率出现动态变化时，就可能有必要对企业的契约关系进行再调整。（企业是契约关系的集合，具体到某一企业身上就表现为：企业的所有者与企业的关系，企业与其拥有资产的关系，企业与雇员的关系，企业与其债权人及债务人的关系等。）这一调整过程就是企业重组。刘宏.经济转轨、企业重组与公司治理［D］.厦门大学，2001.

资产重组注在国外，资产重组主要是指兼并（Mergers）、收购（Acquisitions）和公司重组（Corporate Restructuring）的经济现象，其在兼并收购领域主要是研究公司扩张问题；公司重组通常是指譬如剥离（Divestitures）、股权出售（Equity Carve-out）、分拆（Spin-off）和股份置换（Split-up）等出售资产的活动，主要考虑公司缩减业务的问题。在我国实务中所指的资产重组已经成为所有公司重大非经营性或非正常性变化的总称，如图1-29所示。这里的“资产”早已超越会计学意义的资产范畴，泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源，除了经济资源，还包括人力资源和组织资源等。另外，我国证券市场上所指的资产重组，其内涵口径与国外的类似。

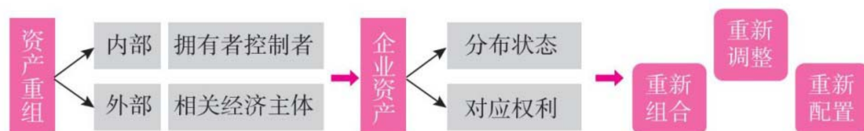


图1-29 资产重组的本质

从重组工作重点上进行逻辑分析可以知道，重组重点在于抓好资产重组，对于国有企业来说，资产重组应基于企业的资产分布状况以及资产的对应权利，从内部（资产的拥有者）和外部（相关经济主体）对企业资产进行重新组合、重新调整、重新配置。

资产重组的方式有两种（见图1-30）：一是收购兼并、股权转让、资产剥离和资产置换等常用的方式；二是股权回购、债务重组、委托管理、公司分拆、进行租赁等特殊的方式。



图1-30 资产重组的方式

债务重组 财政部2006年2月15日颁布了《企业会计准则12号——债务重组》，其中将债务重组定义为：“在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁定做出让步的事项”。其中，债务人财务困难，是指因债务人出现资金周转困难、经营陷入困境或者其他方面的原因等，导致其无法或者没有能力按原定条件偿还债务的情况，如图1-31所示。



图1-31 债务重组的本质

资产重组的重点在于抓好债务重组，债务重组的重点在于抓好债转

股。债务重组要把握三个前提：一是债务人发生了财务困难；二是金融或经营性债权人做出让步事项；三是他们之间达成协议或者有法院裁定。

对企业，特别是困难企业进行债务重组，有四种具体的实施路径：一是修改债务条件，即能不能延长期限，能不能降低利率，能不能免除利息，能不能减少本金；二是资产清偿债务，即以资抵债；三是债务转化为资本，即债转股；四是对前面三种路径有效、灵活、合理地进行组合。

2.基于重组方式，分为并购重组、联合重组和战略重组

并购重组　企业并购重组是搞活企业、盘活国企资产的重要途径。现阶段，我国企业并购融资多采用现金收购或股权收购支付方式。随着并购数量的剧增和并购金额的增大，已有的并购融资方式已远远不足，拓宽新的企业并购融资渠道是推进国企改革的关键之一。

联合重组联合重组是指两个或两个以上的企业法人，以资源、资产为纽带，联合成立一个新企业或者联合收购一个企业进行资产重组，参与企业或原企业股东分别在新企业中拥有股权的一种方式。

战略重组(注)战略重组是以完善产业结构、培育核心能力和提升企业价值为目的，通过同业并购，或者延伸产业链，或者吸收新业务寻求多元化发展；或者收缩战线突出核心业务，使战略重组后的资产结构和质量更加符合企业发展战略的需要，形成企业持续经营的能力与高层次的核心能力。

3.基于重组行为，分为自主重组、协议重组和司法重组

自主重组(注)由债权金融机构与债务企业自行协商，启动重组程序，依法开展债务重组活动。自主重组适用于债权金融机构较少的情况。

协议重组(注)债权金融机构组成债权人委员会（简称“债委会”），由债委会与债务企业、担保人或第三人以及其余相关方进行协商，在各方达成共识的前提下，签订债务重组协议，并以此为依据开展债务重组活动。协议重组方式主要适用于债务规模较大，债权金融机构较多的企

业集团的债务行为。

司法重组㊟司法重组是《企业破产法》新规定的一项制度，旨在通过司法权力的引导和干预，对符合破产条件但又有复苏希望的企业进行积极拯救，促使债务人与利害关系人协商合作，从而有效地避免企业破产清算。通过司法程序对经济活动适度干预，可以维护社会稳定并实现整体社会利益的最大化，既能够使普通债权人得到公平清偿，同时也能够创造条件使债务人从困境中获得重生。司法重组和协议重组结合，通常能够有效解决法律限制和实际操作障碍，是一条有效的重组路径。

（三）嵌入“加、降、稳、去”的调控逻辑

1.杠杆与杠杆率

从杠杆的基本原理来讲，杠杆可以省力也可以省距离，据此可以把杠杆分成三种：第一种是省力杠杆，省力但是费距离，比如开瓶器；第二种是费力杠杆，费力但是省距离，比如钓鱼竿；第三种是平衡杠杆，既不省力也不省距离，比如天平。

在经济领域中，杠杆也是一种常用的工具，也就是我们常提到的杠杆率。杠杆率可以用很多指标来表达，常见的有三种形式：负债与股权之比、负债与GDP之比、负债与资产之比。对全社会来说，杠杆率是指负债总额与GDP之比；对企业来说，杠杆率一般是指负债与资产之比。

2.调控企业杠杆率

2015年的中央经济工作会议将“去杠杆”列为供给侧结构性改革的五大歼灭战之一，2016年重申了“去杠杆”的改革任务。2017年7月14日～15日，北京召开全国金融工作会议，习近平总书记在会上强调，金融是国家的核心竞争力，是国民经济的血脉，并确定了服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革“三位一体”的金融工作主题，以促进我国经济和金融的良性循环、健康发展。习近平总书记指出，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸

企业”工作。李克强总理在讲话中指出，要认真学习领会和贯彻落实习近平总书记在这次会上的重要讲话精神。要把握好服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革“三位一体”的金融工作主题。不断增强金融服务实体经济的可持续性，着力强实抑虚。筑牢市场准入、早期干预和处置退出三道防线，把好风险防控的一道关，健全金融风险责任担当机制，切实保障金融市场稳健运行，积极稳妥推进去杠杆，深化国企改革，把降低国企杠杆率作为重中之重，有效处置金融风险点，防范道德风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，在充分肯定成绩的同时要清醒地看到，经济运行中还存在不少矛盾和问题，要站在经济长周期和结构优化升级的角度，把握经济发展阶段性特征，保持头脑清醒和战略定力，坚定不移地抓好供给侧结构性改革，妥善化解重大风险隐患，促进经济社会持续健康发展。坚持以供给侧结构性改革为主线，深入推进“三去一降一补”，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，更多地运用市场机制实现优胜劣汰。加大补短板力度，改善供给质量，确保经济平“稳”健康发展；确保守住不发生系统性金融风险的底线，保持社会大局“稳”定。

2017年度中央经济任务的重点任务之一是深化供给侧结构性改革，而供给侧结构性改革的核心是推进“三去一降一补”，前提条件是控制总杠杆，通过控制总杠杆，达到降杠杆和去杠杆的目的。其中，降低企业杠杆率成为任务的重中之重。在注重针对性、可行性、操作性和有效性的基础上，要按照流动性、安全性、价值性和退出性的原则，有序设计“加杠杆、降杠杆、稳杠杆、去杠杆”四个逻辑发展过程，调控企业杠杆率，如图1-32所示。



图1-32 调控企业杠杆率的“加、降、稳、去”四逻辑

将歼灭战理解为速决战，自然要求杠杆率在短期内下降。但是，在杠杆率快速上升的背景下，不能将“去杠杆”与短期内“降杠杆”混同。首先，在经济下行压力大且严重依赖于信贷的情况下，短期内“降杠杆”这种“急刹车”的行为会对经济增长造成很大的冲击。从历史经验看，去杠杆是一个相对较长的过程，在最终杠杆率下降之前，通常有一个“稳杠杆”，即降低杠杆率增速的过程。其次，歼灭战的主要含义是“集中优势兵力”对问题进行彻底解决，时间意义上的速决并不是其内涵。为此，在“去杠杆”时，不能将“去杠杆”理解为短期内“降杠杆”，不能强求杠杆率在短期内下降。只要杠杆率的增速有明显下降，“去杠杆”就是卓有成效的。

“去杠杆”是“战略上坚持持久战”背景下的“去杠杆”。要坚持“积极防御”，实现“去杠杆”的目标，首先需要满足两个前提条件：一是坚持“稳中求进”，这样才能为“去杠杆”提供适宜的宏观政策环境；二是坚持改革、调整和调控的结合。通过改革促进长期增长是去杠杆的治本之策，去产能、清理“僵尸企业”等调整措施是当前去杠杆的主要手段，调控则是避免“去杠杆”陷入债务—通缩循环，确保“去杠杆”有序推进的保障。

“去杠杆”需要坚持五个基本原则：一是既要调整存量，更要抑制增量；二是既要靠供给方（金融体系），更要靠需求方（融资主体）；三是既要考虑总量，也要考虑结构；四是既要考虑分子对策，也要考虑分母对策；五是既要考虑短期，更要考虑长期。

从步骤上看，“去杠杆”大致可以分为“稳杠杆”“调杠杆”和“降杠杆”三个环节。首先是“稳杠杆”，抑制杠杆率过快的上涨势头，避免金融体系脆弱性的快速增加；其次是“调杠杆”，从期限、成本、内嵌杠杆等意义上优化杠杆结构，争取在总体杠杆率有所上升的情况下降低金融体系的脆弱性；最后是“降杠杆”，以可持续的经济增长和企业效益的提高去杠杆。当前，去杠杆的重点不是“降杠杆”，而是“稳杠杆”和“调杠杆”。

当前应如何“稳杠杆”以及“调杠杆”？我们可以从以下五个方面着手。

第一，彻底清理三角债。三角债虽然不直接构成金融债务，但由于其占用了流动资金，降低了企业效益，增加了企业的外源融资需求，对

于企业部门杠杆率的上升具有乘数效应。三角债的清理既有利于减少流动资金占用，提高企业效益，也有利于恢复商业信用，对去杠杆有事半功倍的效果。关于清理三角债，可以以清理地方政府或地方政府融资平台对民营企业的拖欠、国有企业之间的拖欠、国有企业对民营企业拖欠为突破口。

第二，规范地方政府融资平台的融资。近年来，地方政府融资平台债务快速扩张，一方面与稳增长任务带来的融资需求相关，另一方面更与金融机构认为其享有地方政府隐性担保而增加的供给相关。为此，既需要监管部门限制金融机构对融资平台的融资支持，也需要在国资国企改革的进程中，实质性地推动地方融资平台的市场化转型。

第三，推动金融市场或金融产品的去杠杆，包括降低证券资管产品的杠杆和信用债市场的杠杆。

第四，化解担保链风险。担保链风险的危害在于其具有传染性，在于“逆向淘汰”。化解担保链风险，最重要的是要打击逃废债，并且，要以部分财政资金做引导，协调金融机构确认部分损失，推进实质性债务重组。

第五，清理“僵尸企业”。“僵尸企业”的清理实际上就是一个废债的过程，可以直接降低债务余额。更为重要的是，“僵尸企业”的清理有利于避免国有企业借助隐性担保继续快速累积债务。从所有制类型上看，“僵尸企业”中有很多是国有企业。清理“僵尸企业”将使国有企业风险显性化，减少金融体系对国有企业的信贷倾斜。

3.构建降杠杆工具箱

《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）文件按照“多兼并重组，少破产清算”的国家顶层设计要求，对积极稳妥降低企业杠杆率工作做出部署，提出了降杠杆的七大工具：盘活存量资产、优化负债结构、运用股权融资、实施债权转股、开展兼并重组、健全“两制”建设、依法破产清算。同时提出要结合企业实际情况，有效运用以上七大工具，建立降杠杆的工具箱，对作用对象的经营杠杆、财务杠杆、复合杠杆的杠杆比率、杠杆系数、杠杆效应，统筹安排，重点推进，精准实施，如图1-33所示。

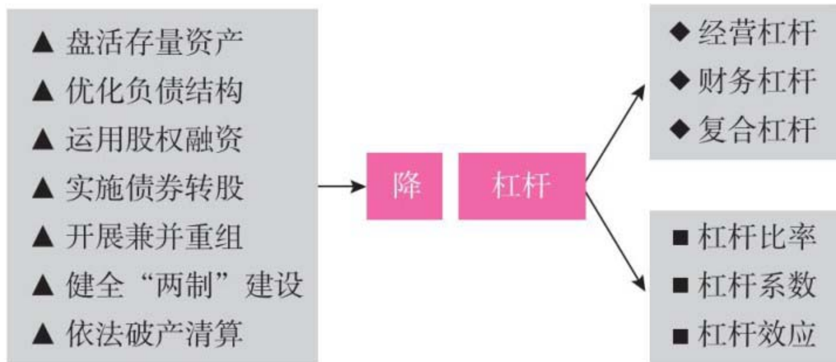


图1-33 构建降杠杆工具箱

4.综合考虑多维度降杠杆

如前文所述，企业杠杆就是资产负债表上资产和风险的比率，也就是衡量公司负债风险的指标，反映公司的还款能力。最终能不能承担杠杆，取决于公司承担风险的能力，而风险承受力来自市场行情，来自经营状态。

企业高杠杆形成于高投资、高负债，而高投资、高负债则源于杠杆投资和杠杆收购投资模式，并且，这些模式加速了高杠杆的形成。前端的高投资、高负债引发的高杠杆，会造成后端高负担、高风险的严重影响。具体如图1-34所示。

（1）分析对象企业杠杆的三个维度

①从债务类别入手，对债务展开分析。对对象企业的债务是金融负债还是经营性负债，是有息负债还是无息负债，是中长期负债还是短期负债，是正常负债还是不良负债，是担保负债还是信用负债，进行结构和总量上的分析，界定杠杆率的高低程度。

②从债务水平来判断，在数量上、成本上、期限上、条件上、质量上特别是结构上是怎样的。杠杆不可怕，企业本身就是要负债经营，放大杠杆，但是关键是有没有资产支撑、经营保障、现金流量、未来发展。

③综合对象企业所属行业、发展阶段、所在系统、所在地区、考核指标来分析杠杆率的高低。

以上三个维度分别从债务高低的基本诉求、债务类别的基本划分、债务水平的基本判断三个方面来界定对象企业杠杆率的高低。

（2）企业视角下，债权与股权的差别

虽然债权和股权都是企业主要的融资方式，但是对比起来看，它们有各自的特点。

①债权对应的是资金，股权对应的是资本。债权资金表达的是杠杆率，股权资本表达的是控制权。杠杆率体现利息，控制权体现红利，利息在税前抵扣，红利在税后分配；利息更多的是固定收益，红利更多的是浮动收益。

②债权是固定收益、风险低、回报低；股权是浮动收益、风险高、回报高。

③债权期限短，流动性强；股权期限长，流动性弱。债权刚性弱，股权刚性强；债权责任轻，股权责任重。

④债权追求连带担保，股权追求管理决策参与；债权强调安全退出，股权强调溢价退出。股权要以先于债权吸收损失原则来承担必要的降杠杆成本，企业清算首先保债权。

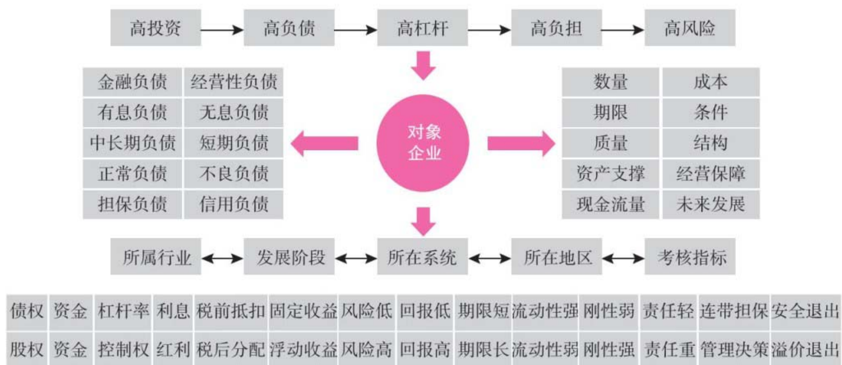


图1-34 综合考虑多维度降杠杆

---

1. 李大勇，达庆利.企业重组的内部关系及经济学解释［J］.中国软科学，2000（7）：90-92.

2. 朱长胜.关联企业跨国资产重组中的转让定价反避税研究［D］.苏州大学，2012.

3. 王昶.企业集团战略重组决策研究［D］.中南大学，2005.

4. 张劲松，求夏雨，沙涛.企业金融债务重组实务［M］.北京：中国市场出版社，

2016：20.

5. 张劲松，求夏雨，沙涛.企业金融债务重组实务［M］.北京：中国市场出版社，2016：20-21.

6. 张劲松，求夏雨，沙涛.企业金融债务重组实务［M］.北京：中国市场出版社，2016：21-22.

第三节
梳理降杠杆途径的选择

在国际经济环境更趋复杂、我国经济下行的压力依然较大的背景下，国务院把企业现状提炼成了五个字：高、快、重、剧、升。高，杠杆率高；快，债务规模增长过快；重，债务负担不断加重；剧，经营困难加剧；升，债务风险在上升。

供给侧结构性改革是当前经济工作的主线，“三去一降一补”五大任务的重点是降杠杆。在宏观层面上，国家出台降杠杆的文件有四大目的：贯彻落实推动供给侧结构性改革，重点做好“三去一降一补”工作决策部署，促进和完善现代企业制度，增强经济中长期发展的韧性。只有通过降杠杆解决当前的问题，才能着眼于未来的发展。

一、顶层设计：五位一体工程

国发〔2016〕54号文件为降杠杆提供了一个工具箱：大工具——7条路径，中工具——23种方式，小工具——63项措施，如图1-35所示。

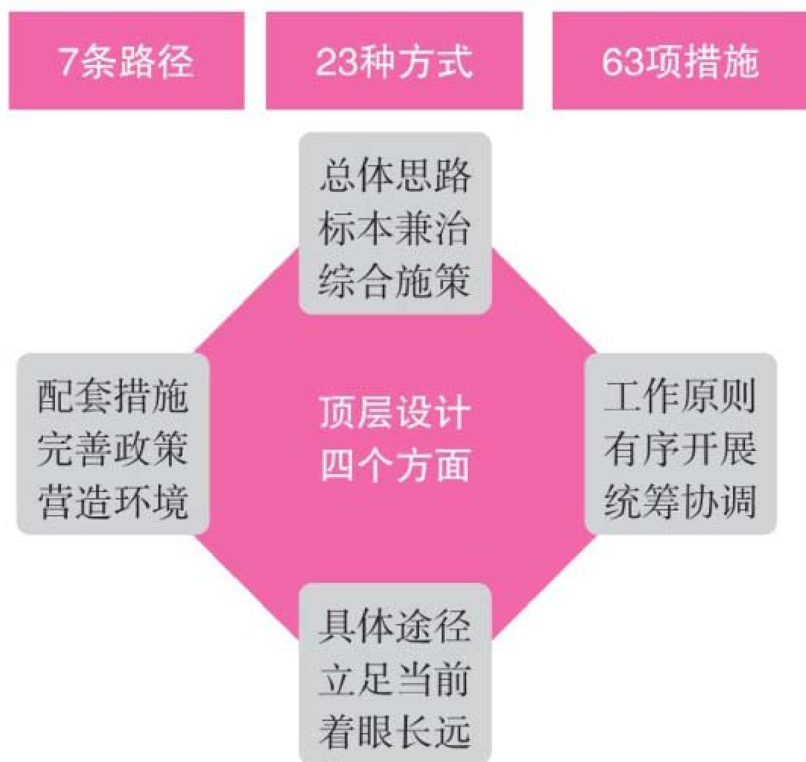


图1-35 顶层设计的四个方面

①总体思路：标本兼治、综合施策。坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，以市场化、法治化的方式，通过标本兼治、综合施策积极稳妥地降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础。

②工作原则：有序开展、统筹协调。遵循市场化、法治化、有序开展、统筹协调的原则。

③具体途径：立足当前、着眼长远。通过推进企业兼并重组，完善现代企业制度强化自我约束，盘活企业存量资产，优化企业债务结构，有序开展市场化银行债权转股权，依法依规实施企业破产，积极发展股权融资七个途径，平稳、有序地降低企业杠杆率。

④配套措施：完善政策、营造环境。从落实和完善降杠杆财税支持政策、加强市场主体信用约束、强化金融机构授信管理、健全投资者适当性管理制度、减轻企业社会负担、做好企业重组中的职工分流安置工

作、落实产业升级配套政策、严密监测和有效防范风险、规范履行相关程序以及更好地发挥政府作用等方面，营造降杠杆的良好环境。

降杠杆不是单一的任务而是一个系统工程，要紧紧围绕优化融资结构、推进国企改革、加速去产能、完善政府职能、提高投资效率这五个方面，循环有序推进，如图1-36所示。



图1-36 五位一体的系统工程

二、路径选择：七条基本举措

七条路径具体如图1-37至图1-43所示。

（一）路径一：兼并重组









图1-37 路径一：兼并重组

1.鼓励双跨兼并重组

双跨就是跨地区、跨所有制。支持通过兼并重组培育优质企业，进一步打破地方保护、区域封锁，鼓励企业跨地区开展兼并重组。推动混合所有制改革，鼓励国有企业通过出让股份、增资扩股、合资合作等方式引入民营资本。加快垄断行业改革，向民营资本开放垄断行业的竞争性业务领域。

2.推动重点行业兼并重组

发挥好产业政策的引导作用，鼓励产能过剩行业的企业加大兼并重组力度，加快“僵尸企业”退出，有效化解过剩产能，实现市场出清。加大对产业集中度不高、同质化竞争突出行业或产业的联合重组，加强资源整合，发展规模经济，实施减员增效，提高综合竞争力。

3.引导企业业务结构重组

引导企业精益化经营，突出主业，优化产业链布局，克服盲目扩张粗放经营。通过出售转让非主业或低收益业务回收资金、减少债务和支出，降低企业资金低效占用，提高企业运营效率和经营效益。

4.加大对企业兼并重组的金融支持

通过并购贷款等措施，支持符合条件的企业开展并购重组。允许符合条件的企业通过发行优先股、可转换债券等方式筹集兼并重组资金。进一步创新融资方式，满足企业兼并重组不同阶段的融资需求。鼓励各

类投资者通过股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等形式参与企业兼并重组。

从全国范围来看兼并重组的情况，2016年公告的并购重组是580笔并购重组的重大事件，2015年379笔。2015年，全国完成并购重组的交易量是10 579亿元，2016年交易量是20 106亿元，涨幅近一番。单户平均额度由2015年的27.91亿元上升到2016年的34.67亿元。2016年，交易额排在前面的行业是机械设备、房地产、商业贸易、公用事业、非银金融。通常，并购重组以发行股份购买资产、协议收购、二级市场收购、取得公众公司的发行新股、股权的划拨、吸收的合并、要约收购、增资、资产置换九种方式进行，2016年的重组并购案例使用最多的是发行股份购买资产，约占所有方式的70%；其次是协议收购，约占22%。

（二）路径二：自我约束

①建立健全现代企业制度
②完善公司治理结构
③建立决策监督机制
④加强财务杠杆约束
⑤合理安排债务融资规模
⑥有效控制企业杠杆率
⑦优化资产负债结构

①强化管理层的管理责任
②合理设计激励约束制度
③平衡长期发展和短期业绩
④树立审慎的经营观念
⑤防止激进经营、过度负债



将降杠杆纳入国有资产管理部门对国有企业的业绩考核体系
统筹运用各种机制，调动政府、企业降杠杆的积极性

图1-38 路径二：自我约束

1.建立和完善现代企业制度

建立健全现代企业制度，完善公司治理结构，对企业负债行为建立权责明确、制衡有效的决策执行监督机制，加强企业自身财务杠杆约束，合理安排债务融资规模，有效控制企业杠杆率，形成合理的资产负债结构。

2.明确企业降杠杆的主体责任

企业是降杠杆的第一责任主体。强化企业管理层资产负债管理责任，合理设计激励约束制度，处理好企业长期发展和短期业绩的关系，树立审慎的经营观念，防止激进经营、过度负债。落实企业股东责任，按照出资义务依法缴足出资，根据股权先于债权吸收损失原则承担必要的降杠杆成本。

3.强化国有企业降杠杆的考核机制

各级国有资产管理部门应切实履行职责，积极推动国有企业降杠杆工作，将降杠杆纳入国有资产管理部门对国有企业的业绩考核体系。统筹运用政绩考核、人事任免、创新型试点政策倾斜等机制，调动地方各级人民政府和国有企业降杠杆的积极性。

（三）路径三：盘活存量

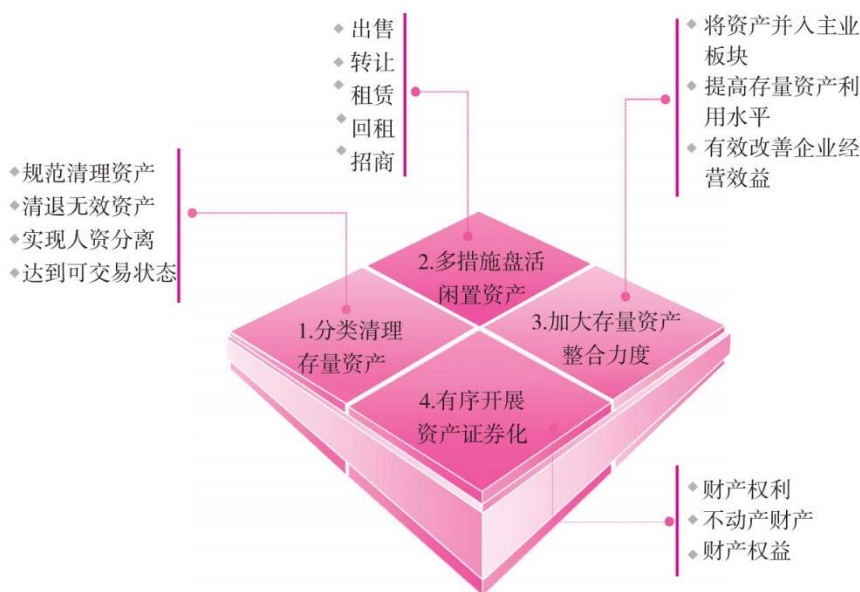


图1-39 路径三：盘活存量

1.分类清理企业存量资产

规范化清理资产，做好闲置存量资产相关的尽职调查、资产清查、财产评估等工作，清退无效资产，实现人资分离，使资产达到可交易状态。

2.采取多种方式盘活闲置资产

对土地、厂房、设备等闲置资产以及各类重资产，采取出售、转让、租赁、回租、招商合作等多种形式予以盘活，实现有效利用。引导企业进入产权交易市场，充分发挥产权交易市场的价格发现、价值实现功能。

3.加大存量资产整合力度

鼓励企业整合内部资源，将与主业相关的资产整合清理后并入主业板块，提高存量资产的利用水平，改善企业经营效益。

4.有序开展企业资产证券化

按照“真实出售、破产隔离”原则，积极开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施，商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。

（四）路径四：优化结构



图1-40 路径四：优化结构

对企业来说，结构优化主要是指债务上的优化，应当做到以下两点。

1.推动企业开展债务清理和债务整合

加大清欠力度，减少无效占用，加快资金周转，降低资产负债率。

多措并举清理因担保圈、债务链形成的三角债。加快清理以政府、大企业为源头的资金拖欠，推动开展中小企业应收账款融资。对于发展前景良好，生产经营较为正常，有技术、有订单但由于阶段性原因成为资金拖欠源头的企业，应鼓励充分调动多方力量，在政策允许范围内，统筹运用盘活资产、发行债券和银行信贷等多种手段，予以必要支持。

2.降低企业财务负担

加快公司信用类债券产品创新，丰富债券品种，推动企业在风险可控的前提下利用债券市场提高直接融资比重，优化企业债务结构。鼓励企业加强资金集中管理，支持符合条件的企业设立财务公司，加强内部资金融通，提高企业资金使用效率。通过大力发展政府支持的担保机构等措施，提高企业信用等级，降低融资成本。

（五）路径五：债转股

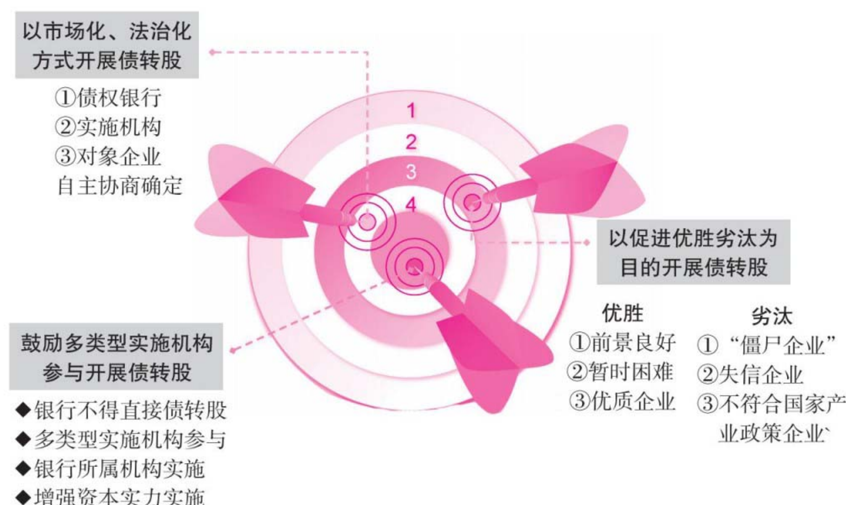


图1-41 路径五：债转股

债转股是七条途径中最为重要的一环，也是本书介绍的重点，后续我们将逐步展开更为深入的探讨，此处暂不赘述。

（六）路径六：企业破产



图1-42 路径六：企业破产

1.健全依法破产的体制机制

充分发挥企业破产在解决债务矛盾、公平保障各方权利、优化资源配置等方面的重要作用。完善破产清算司法解释和司法政策。健全破产管理人制度。探索建立关联企业合并破产制度。细化工作流程规则，切实解决破产程序中的违法执行问题。支持法院建立专门清算与破产审判庭，积极支持优化法官配备并加强专业培训，强化破产司法能力建设。规范和引导律师事务所、会计师事务所等中介机构依法履职，增强破产清算服务能力。

2.因企制宜实施企业破产清算、重整与和解

对于扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”，要破除障碍，依司法程序进行破产清算，全面清查破产企业财产，清偿破产企业债务并注销破产企业法人资格，妥善安置人员。对于符合破产条件但仍有发展前景的企业，要支持债权人和企业按照法院破产重整程序或通过自主协商对企业进行债务重组。鼓励企业与债权人依据破产和解程序达成和解协议，实施和解。在企业破产过程中，切实发挥债权人委员会的作用，保护各类债权人和企业职工的合法权益。

3.健全企业破产配套制度

政府与法院依法依规加强企业破产工作的沟通协调，解决破产程序启动难的问题，做好破产企业职工安置和权益保障、企业互保联保和民间融资风险化解、维护社会稳定等各方面的工作。加快完善清算后工商登记注销等配套政策。

从全国范围来看破产情况，2016年，全国法院受理的破产案件5 665件，比2015年增长了53.8%；走破产的企业越来越多，其中破产重整案件1 041件，占18%，比2015年增长了85%。2016年，审结的破产案件3 602件，比2015年增长了60%，其中重整案件525件，比2015年增长了43%。到目前为止，破产的存量案件将近8 949件，为了加快和支持破产，现有73个法院设立了清算与破产审判庭（包括重庆）。

（七）路径七：股权融资

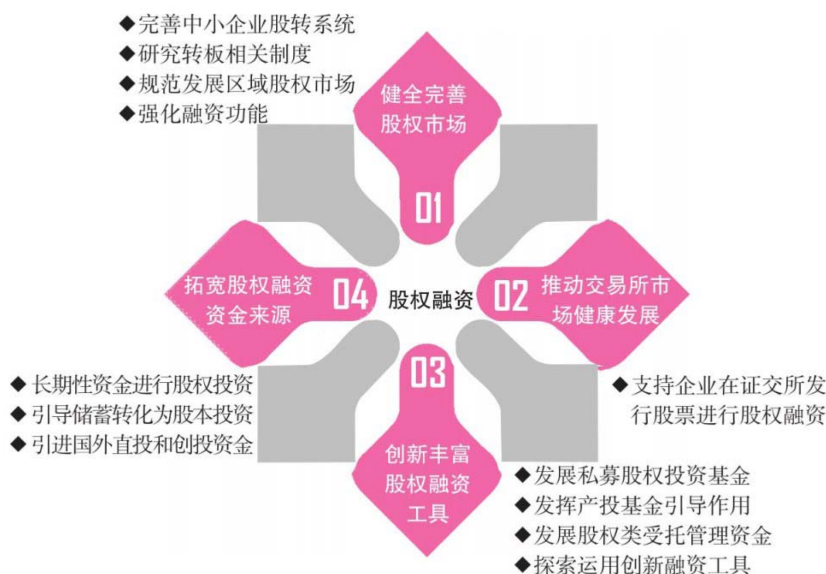


图1-43 路径七：股权融资

1.加快健全和完善多层次股权市场

加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制。研究全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板创业板的相关制度。规范发展服务中小微企业的区域性股权市场。支持区域性股权市场运营模式和服务方式创新，强化融资功能。

2.推动交易所市场平稳健康发展

进一步发展壮大证券交易所主板，深入发展中小企业板，深化创业板改革，加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，依法保护投资者权益，支持符合条件的企业在证券交易所市场发行股票进行股权融资。

3.创新和丰富股权融资工具

大力发展私募股权投资基金，促进创业投资。创新财政资金使用方式，发挥产业投资基金的引导作用。规范发展各类股权类受托管理资金。在有效监管的前提下，探索股债结合、投贷联动和夹层融资工具的运用。

4.拓宽股权融资资金来源

鼓励保险资金、年金、基本养老保险基金等长期性资金按相关规定进行股权投资。有序引导储蓄转化为股本投资。积极有效地引进国外直接投资和国外创业投资资金。

从全国范围来看，在股权融资额方面，2016年，全年股权融资18 514亿元，比2015年增加了5.38%，增长幅度较小，股权融资任重道远。

从股权融资形式来看，增发融资14 993亿元，占比81%，排第一位；其次是优先股融资，融资1 623亿元，占比9%；其余分别是首发占比8%，可转债占比1%，配股占比1%。

从行业来看，股权融资中，材料排第一，资本货物排第二，银行排第三，房地产排第四，公用事业排第五。在24个行业中，在股权融资18 514亿元中，上千亿元的有8个行业，融资额达到了12 600亿元，占股权融资总额的68%。

从股权融资渠道来看，2016年，在A股市场上市的有227家，其中，在主板上市103家，融资额为1 017亿元，在创业板上市78家，融资额为257亿元；在中小板上市46家，融资额为221亿元，A股户均融资额9.88亿元。由此看来，股权融资还有较大的提升空间。

本章小结

本章首先厘清了债转股的基本含义，深入剖析了债转股的内涵和外延，从不同维度对债转股进行了划分，进而对国际上债转股实施的先进经验、异同之处、典型模式进行了对比分析，梳理了对我国目前正在开展的市场化债转股有借鉴和参考意义之处。其次在明

晰债转股本质内涵的基础上，从实施背景和实施逻辑两个方面，阐述和把握了本轮债转股的具体背景。事实上，本轮市场化债转股的现实原因在于三大问题倒逼，而整体的实施逻辑又与我国整体深化改革逻辑相辅相成。最后梳理了降杠杆的七条途径，从顶层设计出发，提出降杠杆是一项“五位一体”的系统工程，而债转股是七条基本途径之一，需要多措并举、协调配合降杠杆。

第二章
市场化债转股政策框架

第一节
上轮债转股回顾

20世纪末，为了解决我国国有企业资产负债率过高及商业银行的巨额不良资产问题，在政府的主导下我国实施了一定规模的债转股，即政策性债转股。具体来讲，就是将四家国有商业银行对国有企业贷款形成的部分符合国家规定的不良贷款债权，剥离给新成立的四家国有金融资产管理公司，将原来银行与企业间的债权债务关系，转变为资产管理公司与企业间的持股与被持股的关系。债转股后，原来的还本付息转变为按股分红，资产管理公司成为企业阶段性持股的股东，通过企业回购、转让出售、上市交易等形式回收转股资金。

作为企业不良资产债务重组的一种方式，政策性债转股担负着两大重要历史使命：一是集中处理和回收国有商业银行的不良资产，化解五大国有商业银行的金融风险；二是加快国有大中型企业转换经营机制，建立现代企业制度，盘活不良资产，通过对不良企业的债务重组，促进其轻装上阵，尽快实行市场化运营。

上一轮债转股被称为政策性债转股，主要基于以下三个方面的原因。

①政府主导运作。从提出债转股企业建议名单到主管部门联合评审，再到国务院最终批准实施，政府始终居于主导地位。

②政策目标明确。对于商业银行而言，主要目标是盘活商业银行不良资产，化解金融风险；对于国有企业而言，主要目标是优化资产负债结构，实现亏损国有企业转亏为盈。

③权利流转始终在国有范围内。银行作为债权人并非直接对国有企业实施债转股，而是通过专门设立的国有金融资产管理公司来实施，同时，资产管理公司持有股权的退出受到主管部门的严格监管，有效避免了国有资产的流失。

一、主要实施方式

（一）成立四家金融资产管理公司

1997年11月，中共中央和国务院召开全国金融工作会议，提出“用三年左右的时间解决中国金融业的风险问题”，同时提出包括债转股在内的银企债务重组方案。

1998年年底，中共中央和国务院召开了全国金融工作会议，把防范和化解金融风险提上了重要议事日程，明确提出了组建金融资产管理公司，解决商业银行大量不良贷款的问题。

经过较长一段时间的准备和论证，1999年9月22日，中国共产党第十五届中央委员会第四次全体会议通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，正式提出：“结合国有银行集中处理不良资产的改革，通过金融资产管理公司等方式，对一部分产品有市场、发展有前景，由于负债过重而陷入困境的重点国有企业实行债转股，解决企业负债率过高的问题。实行债转股的企业，必须转换经营机制，实行规范的公司制改革，并经过金融资产管理公司独立评审。要按照市场经济的原则和有关规定规范操作，防止一哄而起和国有资产流失。”

同年，中国信达资产管理公司、中国东方资产管理公司、中国长城资产管理公司、中国华融资产管理公司四家金融资产管理公司陆续成立，如表2-1所示。财政部作为唯一股东向每家资产管理公司注资100亿元，并担保其从央行获得5 700亿元再贷款，再向对口国有商业银行发行固定利率为2.25%的8 200亿元金融债券，作为四家金融资产管理公司的收购资金来源。

表2-1 四家金融资产管理公司成立初期基本情况

公司名称	成立时间	注册资本	政策性收购不良资产
信达资产	1999 年 4 月 20 日	100 亿元人民币	建设银行、国家开发银行不良贷款 3 946 亿元人民币
东方资产	1999 年 10 月 15 日	60 亿元人民币、5 亿美元	中国银行不良资产2 773. 13 亿元人民币
长城资产	1999 年 10 月 18 日	100 亿元人民币	农业银行不良资产3 458 亿元人民币
华融资产	1999 年 10 月 19 日	100 亿元人民币	工商银行不良资产4 077 亿元人民币

资料来源：和讯网，http：//bank.hexun.com/2008/amc/

自成立以来，四家金融资产管理公司主要进行了三次大规模的不良资产收购，如图2-1所示。

第一次是1999年，国家将四大商业银行及国家开发银行近1.4万亿元不良资产剥离至四家金融资产管理公司，采取的是账面价值收购方式，即政策性剥离。

第二次是2004年，中国银行和建设银行进行了第二次不良资产剥离。这次剥离的特点是部分资产不按账面价值转移，而是由财政部给出一个适宜的价格比例。中国银行和建设银行剥离共2 787亿元可疑类贷款整体打包出售，采取了封闭式招标竞价方式，信达资产以约31%的高价中标；中国银行1 424亿元、建设银行569亿元以及交通银行640亿元的损失类贷款委托东方资产和信达资产处置。

第三次是2005年，工商银行将4 590亿元可疑类贷款分作35个资产包，面向四家公司招标，长城资产中标2 570亿元、东方资产中标1 010亿元、信达资产中标571亿元、华融资产中标238亿元；工商银行2 460亿元损失类贷款委托华融资产处置。

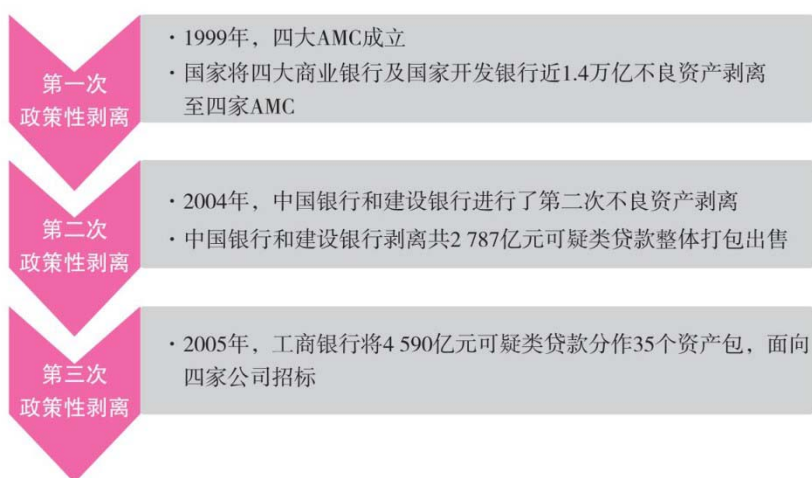


图2-1 三次政策性不良资产剥离历程

四家金融资产管理公司根据不同不良资产的特征，综合运用债务重组、不良资产证券化等多种处置方式，用6年左右的时间基本完成了党中央、国务院赋予的政策性资产处置任务。截至2006年年末，四家公司第一次政策性收购的约1.4万亿元不良资产已基本处置完毕，剔除债转股的2 300亿元之后，累计处置政策性不良资产10 793亿元，阶段处置进度91.2%，累计回收现金1 867亿元，现金回收率为17.3%；第二次和第

三次收购的约1.2万亿元不良资产中，累计处置2 910万元，累计回收现金678亿元，现金回收率为23.3%。

（二）出台实施政策性债转股的两个基本文件

1999年7月30日，国家经济贸易委员会（以下简称为“国家经贸委”）、中国人民银行联合发布了《关于实施债权转股权若干问题的意见》（国经贸产业〔1999〕727号）。该文件就实施债转股的目的和原则、选择企业的范围与条件、选择企业的操作程序、金融资产管理公司与企业的关系、职责分工五个方面提出了具体意见。同年11月23日，国家经贸委、中国人民银行、财政部联合发布了《企业债转股方案审核规定》（国经贸产业〔1999〕1130号）。该文件就企业债转股的审核原则、审核范围、审核内容、会审程序进行了明确规定。

1.企业选择遵循“五范围”“五标准”

（1）“五范围”

①“七五”“八五”期间和“九五”前两年（即1986～1997年）主要依靠商业银行贷款（包括外币贷款）建成投产，因缺乏资本金和汇率变动等因素，负债过高导致亏损，难以归还贷款本息，通过债权转股权后可转亏为盈的工业企业。

②国家确定的521户重点企业中因改建、扩建致使负债过重，造成亏损或虚盈实亏，通过优化资产负债结构可转亏为盈的工业企业。

③被选企业同时应是1995年及以前年度向商业银行贷款形成不良债务的工业企业。对于有些地位重要、困难很大的企业，时限可以延至1996年、1997年、1998年。

④工业企业直接负债方，作为债权转股权的企业，必须具有独立企业法人资格。

⑤选择个别商贸企业，进行债权转股权企业的试点。

（2）“五标准”

①产品品种适销对路（国内有需求、可替代进口、可批量出口），质量符合要求，有市场竞争力。

②工艺装备为国内、国际先进水平，生产符合环保要求。

③企业管理水平较高，债权债务清楚，财务行为规范，符合“两则”要求。“两则”是指新的企业《财务通则》和《会计准则》。

④企业领导班子强，董事长、总经理善于经营管理。

⑤转换经营机制的方案符合现代企业制度的要求，各项改革措施有力，减员增效、下岗分流的任务落实并得到地方政府确认。

2.企业债转股实施“五步走”

1999年债转股实施流程及实施机构如图2-2、图2-3所示。

①逐级上报候选企业。意向企业申报并由各省经贸委（经委）根据“五范围”“五标准”向国家经贸委上报候选企业。

②提出企业建议名单。国家经贸委组织国家有关部门和商业银行到企业调查了解生产经营、资产负债、市场销售、企业管理和内部改革等情况后，向金融资产管理公司提出符合条件的企业建议名单。

③资产管理公司独立评审。金融资产管理公司对建议名单中的企业经过独立评审，确认实施债权转股权的企业名单，与企业共同拟订实施债转股方案并签订债转股意向书。

④三部委联合审核。上报国家经贸委、人民银行和财政部联合审核。

⑤国务院批准实施。审核通过后，报国务院批准正式实施。

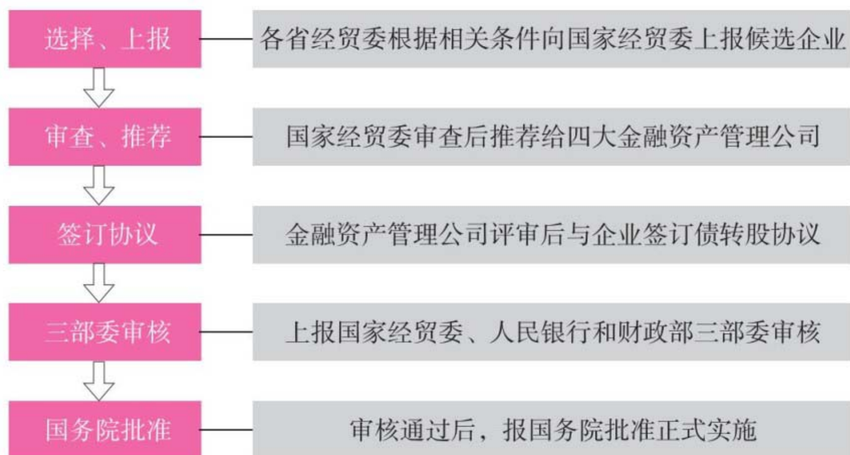


图2-2 1999年债转股实施流程

资料来源：国企证券研究所

主体		相关工作
债转股企业		企业重组，转换经营机制，建立现代企业机制
商业银行		转移企业不良贷款
金融资产管理公司		①收购银行不良资产进行债转股；②对债转股企业进行资产重组；③股权退出
政府部门	国家经贸委	综合协调债转股实施的各项工作
	人民银行	对银行和金融资产管理公司进行监管
	财政部	①对银行和金融资产管理公司进行监管；②对债转股企业进行监管
	地方政府	接管债转股企业剥离的非经营性资产，安置下岗职工等

图2-3 1999年债转股实施机构

资料来源：国企证券研究所

其中，资产管理公司评审是政策性债转股实施过程中最关键的一环。

债转股方案评审，要求遵循“独立评审、自主决定”的评审原则，资产管理公司将严格按照国家有关政策规定及公司内部操作规范进行审查。评审有两种结果：转股与不转股。经过资产管理公司独立评审，对于符合条件的企业，资产管理公司才会同意债转股优化方案并上报国家，也才有下一步组建新公司的可能；否则将按照国家有关政策规定的要求，恢复计息，实施债权管理。

从后期债转股企业股权管理情况看，企业存在的很多问题根源在于

方案评审和新公司组建阶段。如果在评审阶段把关不严，势必会给未来新公司的组建和管理埋下隐患。

（三）确定政策性债转股规模

截至1999年12月月末，我国国有大中型企业共有16 000多户，申请债转股的有2 000多户，国家经贸委按照对产品有市场、发展有前景、技术含量高、管理水平高，仅仅因为缺乏资金而向银行贷款造成负债率过重的企业实施债转股的原则，经过慎重选择后，向资产管理公司推荐了601家债转股企业名单，拟债转股总额为4 596亿元。其中，账面亏损的企业365家，亏损额为282亿元；虚盈实亏的企业236家，亏损额为271亿元；不良贷款总金额为4 596亿元，其中，1995年之前和之后形成的不良贷款分别为2 834亿元和1 762亿元，占比分别为62%和38%，银行账面不良贷款为3 834亿元，占比为83%，其余虽然在银行账面上是正常贷款，但因为借新换旧、短贷长用而形成事实不良贷款。

2000年8月，经各方共同协商后，四家金融资产管理公司与580家企业签订了债转股框架协议，协议金额为4 051亿元，占四大国有商业银行剥离至四家金融资产管理公司不良贷款总额13 939亿元的29%。根据国家统计局企业调查总队对504家债转股企业的调查，504家企业全部为国有企业，其中特大型企业74家，大型企业385家，中型企业44家，小型企业1家。在协议的4 051亿元转股金额中，信达、华融、东方、长城管理的金额依次为1 759亿元、1 095亿元、603亿元、117亿元，国家开发银行477亿元，占比依次为43%、27%、15%、3%和12%，如图2-4所示。

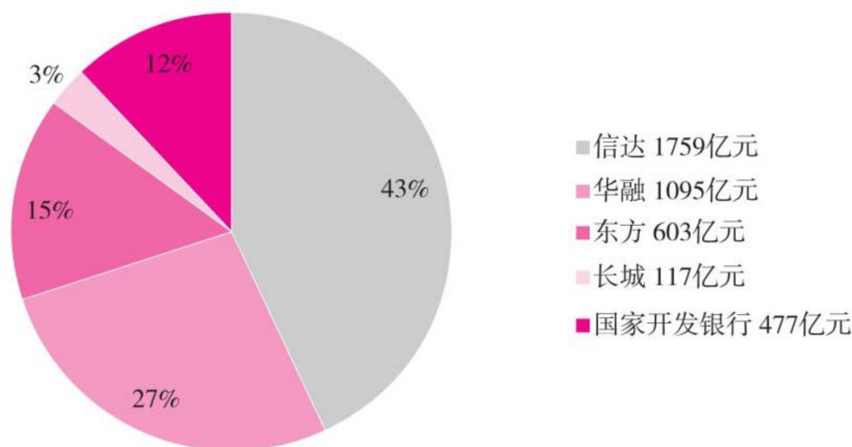


图2-4 四大AMC债转股金额的占比图

自此，政策性债转股正式开始实施。

二、基本政策

2000～2015年，为推进政策性债转股规范实施，以部门规章为主、规范性文件为辅的一系列政策文件相继出台。这些文件随着国有企业进行不良资产债务重组工作的深入，针对政策性债转股实施后产生的新情况、新问题，有关部门及时以问题为导向进行“查漏补缺”，逐渐形成了政策性债转股的政策制度体系，如表2-2所示。

表2-2 政策性债转股政策体系

时间	发文单位	文件名称	文号
债转股主要文件			
1999年	国务院	《中共中央、国务院关于转发〈国家发展计划委员会关于当前经济形势和对策建议〉的通知》	中发〔1999〕12号
1999年7月30日	国家经贸委、央行	《关于实施债权转股权若干问题的意见》	国经贸产业〔1999〕727号
1999年11月9日	国家经贸委	《关于集中力量突出重点进一步做好债权转股权工作的通知》	国经贸厅产业〔1999〕463号
1999年11月23日	国家经贸委、央行、财政部	《企业债转股方案审核规定》	国经贸产业〔1999〕1130号
金融资产管理公司政策			
2000年11月10日	财政部、银监会	《金融资产管理公司条例》	中华人民共和国国务院令第297号

时间	发文单位	文件名称	文号
		金融资产管理公司政策	
2005年8月2日	财政部	《关于建立金融资产管理公司债转股股权资产处置回收考核责任制的通知》	财金〔2005〕78号
2008年7月9日	财政部、银监会	《金融资产管理公司资产处置管理办法（修订)》	财金〔2008〕85号
2008年7月11日	财政部、银监会	《金融资产管理公司资产处置公告管理办法（修订)》	财金〔2008〕87号
		债转股企业政策	
2000年11月6日	国家经贸委	《关于债转股企业规范操作和强化管理的通知》	国经贸产业〔2000〕921号
2001年6月14日	国家经贸委	《关于进一步规范债转股工作 加强债转股企业改革管理的通知》	国经贸产业〔2001〕597号
2001年7月16日	国家经贸委、财政部、劳动和社会保障部、央行	《关于中央所属有色金属企事业单位下放地方管理后有关企业关闭破产债转股问题的请示》	国经贸企改〔2001〕456号
2003年2月23日	国务院办公厅	《关于进一步做好国有企业债权转股权工作的意见》	国办发〔2003〕8号
2003年11月19日	国务院国有资产监督管理委员会办公厅	《关于企业债转股工作有关事项的通知》	国资厅改组函〔2003〕348号
2004年10月29日	国务院国有资产监督管理委员会办公厅	《关于对债转股企业进行全面清理检查的通知》	国资发改组〔2004〕321号
2004年12月30日	财政部、国资委、银监会	《关于推进和规范国有企业债权转股权工作的意见》	国办发〔2004〕94号

时间	发文单位	文件名称	文号
		配套政策	
2001年2月20日	财政部、国家税务总局	《关于中国信达等4家金融资产管理公司税收政策问题的通知》	财税〔2001〕10号
2002年2月20日	财政部、国家税务总局	《关于债转股企业股份制企业所得税征管和收入级次划分有关问题的通知》	财税〔2002〕25号
2009年4月30日	财政部、国家税务总局	《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》	财税〔2009〕59号
2011年11月23日	国家工商总局	《公司债权转股权登记管理办法》	国家工商行政管理总局令第57号
2014年2月20日	国家工商总局	《公司注册资本登记管理规定》	国家工商行政管理总局令第64号
		地方资产管理公司政策	
2013年11月28日	银监会	《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》	银监发〔2013〕45号

（一）金融资产管理公司政策

金融资产管理公司作为政策性债转股唯一的债权受让方和实施机构，拥有特殊的法律地位，从接收不良资产开始，就已依法承继了原国有商业银行债权人的所有权利。为了最大限度地提高不良资产处置回收效率，国务院在四家金融资产管理公司成立之时就规定，可以综合运用清收、贷款出售、债权转股权、实物资产拍卖、资产证券化、租赁、资产重组、托管、分包、破产清算十多种方式处置不良资产。四家金融资产管理公司成立后，迅速进行了债权收购、债转股、资产处置等工作。但随着业务的深入进行，由于没有特殊的法律法规支持与规范，金融资产管理公司在实践操作中面临众多困难。

在此背景下，2000年11月10日，国务院正式颁布了《金融资产管理公司条例》（以下简称《条例》），将其作为金融资产管理公司的基本性法规；此后，又陆续发布了一系列的指导性文件和规定，逐渐为金融资产管理公司处置不良资产提供了可靠的行政性法规保证。

1.《金融资产管理公司条例》——金融资产管理公司的“准生证”

《条例》共有7章34条，分别为总则，公司的设立和业务范围，收购不良贷款的范围、额度及资金来源，债权转股权，公司的经营和管理，公司的终止和清算，附则，以法规的形式明确了资产管理公司的职责和权利。

①明确了作为“坏银行”的功能定位。《条例》第二条明确了金融资产管理公司的性质是“经国务院决定设立的收购国有银行不良贷款，管理和处置因收购国有银行不良贷款形成的资产的国有独资非银行金融机构”。这一定义表明了金融资产管理公司是负有特殊历史使命，具有浓厚政策性特征的金融机构。《条例》第三条规定金融资产管理公司的主要经营目标是“最大限度保全资产、减少损失”，表明其不以商业盈利为目的，而是以尽可能小的损失处置银行不良资产。

②明确了资金来源。《条例》第十四条对金融资产管理公司收购不良贷款的资金来源规划了两条途径，即“划转中国人民银行发放给国有独资商业银行的部分再贷款”“发行金融债券”。

③突破了《公司法》对法定资本制和对外投资的限制。《条例》第十六条明确了金融资产管理公司“可以将收购国有银行不良贷款取得的债权转为对借款企业的股权”，突破了《公司法》对股东出资方式的规定；“持有的股权，不受本公司净资产额或者注册资本的比例限制”则突破了《公司法》对累计投资额不超过本公司净资产50%的限制。这一突破即赋予了金融资产管理公司特殊的法律地位，将其与一般公司区别开来，又为下一步的《公司法》修订埋下了伏笔。

④确定了公司经营管理的各项制度。《条例》第二十一条为金融资产管理公司规划了债转股后有效的退出路径，即向境内外投资者转让、由债转股企业依法回购。第五章则设立了不良资产处置的经营目标责任制，提出了完善公司内部治理结构、建立内部约束机制和激励机制的要求，以此促使金融资产管理公司在完成政策性目标的同时，建立完善市场化经营机制。

2.加强了资产处置管理和考核

为加强债转股股权资产管理，提高股权资产处置回收率，防止国有资产流失，2005年8月2日，财政部发布了《关于建立金融资产管理公司债转股股权资产处置回收考核责任制的通知》（财金〔2005〕78号），决定建立资产公司债转股股权资产处置回收考核责任制。

资产处置回收考核主要分为以下两个阶段。

第一阶段为2006年年末前，主要对债转股企业股权处置现金回收率、业务费用率、现金奖励机制进行了规定。

第二阶段为2006年年末债权考核期结束后，结合国有企业改革和资产公司商业化转型的需要，《金融资产管理公司资产处置管理办法（修订）》和《金融资产管理公司资产处置公告管理办法（修订）》先后于2008年7月9日、7月11日出台。从规范资产处置工作程序和资产处置行为、增强资产处置透明度等方面，对处置债转股资产做出了更为细致的规定。这些规定促使金融资产管理公司在完成政策性考核任务后，向建立市场化、商业化运作模式迈开了脚步。

（二）债转股企业政策

政策性债转股的重要目标是要与国有经济的战略性调整、贯彻国家产业政策、优化经济结构相结合，实现国有企业的扭亏脱困。因此，对于被选定实施债转股的亏损企业，在制订债转股方案、落实债转股条件后，更重要的是要做好转换经营机制、减员增效、规范法人治理结构、建立现代企业制度等工作。

为规范债转股工作，自1999年开始，国家经贸委发布了《关于集中力量突出重点进一步做好债权转股权工作的通知》（国经贸厅产业〔1999〕463号）、《关于债转股企业规范操作和强化管理的通知》（国经贸产业〔2000〕921号）、实施债转股企业的批复以及《关于进一步规范债转股工作加强债转股企业改革管理的通知》（国经贸产业〔2001〕597号）等一系列文件。债转股实施后，债转股企业经营效果明显改善，80%以上的债转股企业当年实现扭亏，部分企业建立了规范的法人治理结构，但是，部分债转股企业仍然存在改革不到位、管理工作跟不上、新公司组建工作进展缓慢等问题。

2003年2月，国务院办公厅以国办发〔2003〕8号转发国家经贸委、财政部、中国人民银行《关于进一步做好国有企业债权转股权工作

的意见》，就债转股新公司的设立、减轻债转股企业的负担、盘活不良金融资产、支持实施债转股企业的发展等提出了23条意见。

（三）配套政策

配套政策主要体现在税收政策和公司注册政策上。

①税收方面。国务院批准，财政部、国家税务总局对四大金融资产管理公司在收购、处置不良资产方面给予了诸多税收优惠政策。先后出台了《财政部国家税务总局关于中国信达等4家金融资产管理公司税收政策问题的通知》（财税〔2001〕10号）、《国家税务总局关于中国信达等四家金融资产管理公司受让或出让上市公司股权免征证券（股票）交易印花税有关问题的通知》（国税发〔2002〕94号）、《财政部国家税务总局关于4家资产管理公司接收资本金项下的资产在办理过户时有关税收政策问题的通知》（财税〔2003〕21号）、《财政部国家税务总局关于中国信达资产管理股份有限公司等4家金融资产管理公司有关税收政策问题的通知》（财税〔2013〕56号）。其中，财税〔2013〕56号明确四大金融资产管理公司在收购、承接与处置政策性不良资产和改制银行剥离不良资产的过程中，比照财税〔2001〕10号、国税发〔2002〕94号、财税〔2003〕21号等有关税收政策执行。

②公司注册登记方面。2011年11月，工商总局公布的《公司债权转股权登记管理办法》首次明确了一般企业以债权出资（即债转股）的合法性，标志着我国政策性债转股向商业性债转股的转化。注其中指出："债权转股权，是指债权人以其依法享有的对在中国境内设立的有限责任公司或者股份有限公司（以下统称公司）的债权，转为公司股权，增加公司注册资本的行为"；"债权转股权作价出资金额与其他非货币财产作价出资金额之和，不得高于公司注册资本的百分之七十"。该文件的出台可以充分发挥公司债权转股权对企业扩大规模和健康发展的积极作用，支持企业资产整合和破产重整，同时也从当事人承诺、依法评估和验资、信息公开、依法处罚等方面对控制和防范公司债权转股权过程中存在的风险进行了规定。2014年3月，为与重新修订后的《公司法》取消对公司货币出资比例限制的修改保持一致，工商总局公布的《公司注册资本登记管理规定》进一步取消了以债权作价出资金额占比的限制，规定债权转为公司股权的，公司应当增加注册资本。

（四）地方资产管理公司政策

为应对区域性、局部性风险暴露增多的情形，加快金融不良资产处置进程，地方资产管理公司陆续成立。

2012年2月2日，财政部、银监会发布了《关于印发〈金融企业不良资产批量转让管理办法〉的通知》（财金〔2012〕6号），首次对不良资产转让的主体和原则、转让范围、转让程序、转让管理进行了规范，也首次提出各省、自治区、直辖市人民政府可依法设立或授权一家资产管理或经营公司，参与本省（区、市）范围内的金融企业不良资产批量转让工作。2013年11月28日，银监会发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（银监发〔2013〕45号），正式宣告金融不良资产市场新主体——地方资产管理公司的诞生。文件对地方资产管理公司设定了准入门槛，并规定地方资产管理公司对购入的不良资产应当采取债务重组的方式进行处置，不得对外转让。

总的来看，政策性债转股的一系列政策为当时的债转股提供了有力的支撑，部分规定甚至对当时的法律规定进行了突破，为后期的法律修订奠定了基础。同时，虽然随着时间的推移，部分政策已经废止或被新政策取代，但现行有效的规定仍为如今实施市场化债转股奠定了重要的制度基础，特别是新设地方资产管理公司，其极大地增强了市场化债转股的实施机构力量。

三、实施效果以及存在的主要问题

（一）上轮债转股效果评价

上轮债转股后，商业银行不良贷款率大幅降低，资产质量显著提升，有效解决了银行剥离的国企坏账问题；转股后，国企资产负债率大幅降低，有效缓解了企业的财务困境，推动了企业改制及发展的进程，实现了股权结构多元化，并促进了传统行业的产能优化，也为一些企业的后续发展（包括改制上市）创造了条件。有一大批通过核心企业带动地区性、行业性重组、上市等成功案例，如一汽、二汽、宝钢、鞍钢、西飞、西南铝、长安汽车等；也有一大批债转股完成但转股后仍基本维持原有经营局面的企业；甚至还有转股后陷入停产或破产的企业。总体而言，上轮债转股盘活了商业银行不良资产，防范和化解了金融风险，

实现了债转股企业转亏为盈，促进了企业转换经营机制，推动了现代企业制度的建立，基本达到了国家实施债转股的目标。

1.商业银行不良贷款率和不良贷款余额大幅降低

20世纪末期，我国商业银行不良贷款率呈上升态势，其中，1994～1997年，每年上升幅度达2个百分点左右。1998年亚洲金融危机爆发后，不良贷款率上升幅度又明显加大，1999年年末，不良贷款率达到了39%的历史高位。随着不良资产政策性剥离工作的开展，商业银行不良贷款率明显下降，从1999年年末的39%下降至2004年年末的16%，5年之内下降了23个百分点；不良资产余额也不断下降，从1999年年末的25 027.47亿元下降至2004年年末的15 751亿元，5年之内减少了约9 276亿元，如图2-5所示。

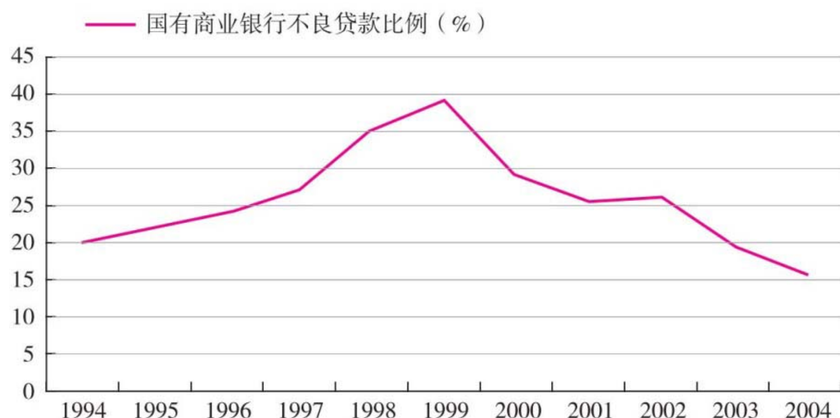


图2-5 1999年债转股后，国有商业银行不良率稳步下降

资料来源：《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度》，国企证券研究所

2.国有企业高负债、负净利的局面得到缓解

由于自有资金不足、银行利率较高，20世纪90年代后期，国有企业的负债率居高不下。国家统计局的调查表明，就与资产管理公司签订框架协议和正式协议的504家企业的情况看，债转股实施第一年就立竿见影，如图2-6所示，企业资产负债率大幅降低，利息负担明显减轻，盈利状况有效改善。债转股企业每年减少利息支出200多亿元，账面上的平均资产负债率由73%降到50%以下，当年少支付的利息总计为195亿元，80%的企业扭亏为盈。债转股企业亏损额由1999年上半年的70.4万亿元，下降到2000年上半年的5.44亿元，同比减少约65亿元。

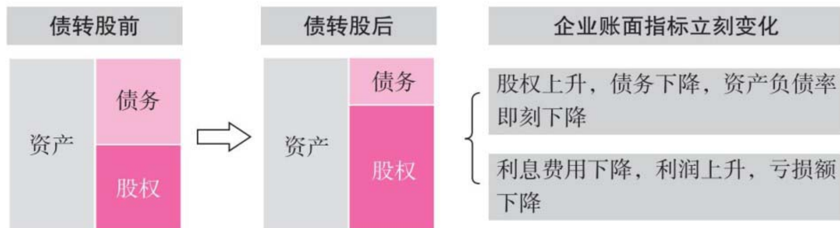


图2-6 债转股企业债转股后账面数字变化

资料来源：国企证券研究所

3.债转股推动了国有企业和国有商业银行的改制

债转股实施后，有关企业剥离非经营性和非主营性资产，实施国有企业改制和股权多元化，逐步建立了有效的激励机制和约束机制，实现了企业的良性发展(注)。债转股后成为公司股东的金融资产管理公司根据《公司法》和债转股协议的有关条款，在帮助企业扭亏脱困的同时，协助理顺了股东、董事会、监事会、经营管理团队之间的关系，督促企业转变经营管理机制，解决内部人员控制问题，使企业成为以利润为中心、以股东权益最大化为目标的市场主体。与此同时，国有商业银行通过债转股剥离了大量不良资产，提高了自身的信用地位，防范了不良资产的惯性扩张，推动了商业化改革的进程。

（二）存在的不足和问题

1999年启动的政策性债转股在化解银行不良贷款风险方面发挥了重要作用，但通过复盘，也暴露出一定的局限性和问题，为本轮市场化债转股的实施提供了一面需要规避的“镜子”。

1.债转股对象过于集中

政策性债转股的主要目的是在盘活商业银行不良资产的同时，帮助国有企业脱困，因此，实施债转股的企业基本都是国有大中型工业企业。从产业方面来看，债转股集中在传统的能源、机械、纺织行业，很少涉及第三产业和知识产业。

2.债转股只是转移而并未完全化解金融风险

债转股将原来由银行与企业所担的风险几乎全部转移到了金融资产管理公司。金融资产管理公司的风险，表现为从银行剥离出来的不良资

产能否盘活、企业在实施债转股后能否盈利等方面。如果一旦债转股企业没有被激活，企业不能扭亏为盈，那么金融资产管理公司就无“红”可分，也会陷入困境。如果债转股企业不能维持经营，发生清盘，原来银行持有债权还可以优先受偿，而债权转为股权后，只能最后受偿。因此，债转股在化解银行金融风险的同时，又将金融风险转移至了金融资产管理公司。

3.未能解决企业发展的核心问题

企业之所以会陷入债务危机，很大程度上是由经营绩效低下导致的。实施债转股后，在利息费用下降和非经营性资产剥离的情况下，2000～2002年，国有工业企业的利润总额并没有上升。另外，国有工业企业资产负债率在1999年和2000年快速下降后，在2001～2003年没有继续下降。这都说明政策性债转股并未与企业经营实现有效衔接，并没有有效改善企业的经营能力。得益于深化国有企业改革（国资委于2003年成立，陆续出台了多项关于国有企业法人治理结构的政策，涉及薪酬管理、绩效考核等方面）和经济上行，2003年后，国有企业效益才有了实质性改善，其利润总额快速增长，资产负债率显著下降，如图2-7所示。此外，债转股企业出现“返困”现象，扭亏效果并不持续稳定。2000年，全国80%的债转股企业扭亏为盈，但到2002年，这一比例下降到了70%。

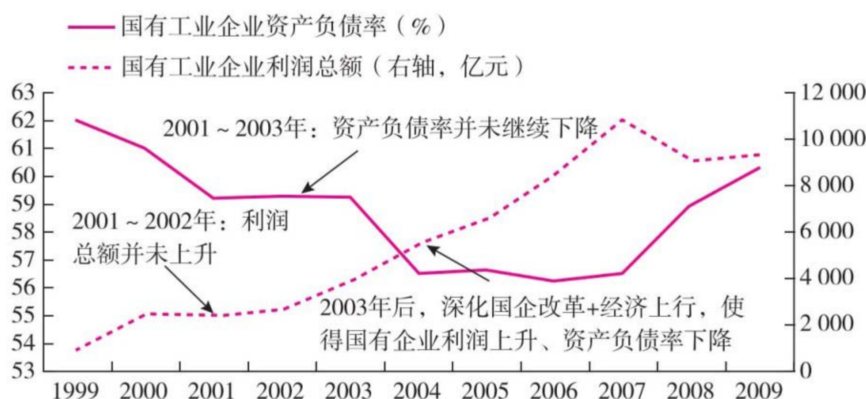


图2-7 国有工业企业资产负债率和利润总额

资料来源：《中国统计年鉴》，国企证券研究所

4.AMC股东权利受限和股权退出难

根据债转股规定，金融资产管理公司持有的企业股权并非完全意义

上的股东权利，资产管理公司仅参与企业的重大决策，不参与企业的正常生产经营活动。同时，金融资产管理公司还是“阶段性”股东，即成立时设定的存续期是10年，意味着10年内需完成转股和退出的全过程。金融资产管理公司与企业长期股东的目标不完全一致，存在激励不相容问题；金融资产管理公司没有充分发挥其在帮助企业转换经营机制、建立法人治理结构等方面的作用。

---

1. 安仰东，王红枚.资产管理公司运行8年：误区与尴尬［J］.当代金融家，2009（5）.
2. 张劲松，求夏雨，沙涛.企业金融债务重组实务［M］.北京：中国市场出版社，2016：75-81.
3. 李国良，陈立文.国有企业不良资产管理与处置问题研究［M］.北京：经济科学出版社，2008.

第二节
本轮债转股启动

2016年10月10日，国务院正式公布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号，以下简称为《意见》）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称为《指导意见》）。在我国企业高负债压力不可不消、企业高风险的隐患不得不除、银行高不良的现状不得不控的背景下，党中央、国务院从战略高度将降低企业杠杆率作为推进供给侧结构性改革、增强经济中长期发展韧性的一项重要举措。

为细化和明确降低企业杠杆率的具体实施方式和政策措施，《指导意见》作为附件同时制定出台，意味着债转股17年后正式重启。与1999年启动实施的上轮债转股不同的是，本次债转股强调要遵循法治化原则、市场化方式，针对有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股。法治化原则就是强调债转股的所有市场主体、债转股的各个环节、涉及债转股的所有行为都要在法治的框架下依法进行。市场化方式就是建立债转股对象企业市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制，各相关市场主体自主决策、自担风险、自享收益。

一、本轮政策如何出台

这一轮债转股从总理提出到专家论证，到征求意见，到方案试点，再到出台意见，前后花了约7个月的时间，如表2-3所示。

表2-3 本轮债转股政策历程

时间	政策和事件
2016 年 3 月 16 日	李克强总理在两会答记者问表示，可以通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率
2016 年 3 月 24 日	李克强总理在出席博鳌亚洲论坛时表示，将用市场化手段推动债转股，探索用债转股降低企业杠杆，拟出台相关文件对债转股的允许期限和处置手段加以说明
2016 年 3 月 25 日	据财新记者报道，国务院召集发改委、财政部、央行、银监会等多个部门开会，讨论债转股相关事项，并将出台相关实施意见

时间	政策和事件
2016年4月4日	据财新记者报道，国开行、中国银行、工商银行、招商银行等入选第一批债转股试点，将采用市场化手段，对暂时处于亏损状态、有后续发展潜力的企业（国企为主）实施债转股。本轮债转股对象为正常类和关注类银行贷款，而非不良资产
2016年4月12日	全国人大财经委副主任委员、央行原副行长、清华大学五道口金融学院理事长兼院长吴晓灵，为《清华金融评论》撰写特稿《用市场化思维和手段去杠杆——兼谈对债转股手段的运用》，其被视为是最接近决策层有关债转股操作思路的文章
2016年7月18日	《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》提出，开展金融机构以适当方式依法持有企业股权的试点，设立政府引导、市场化运作的产业（股权）投资基金，积极吸引社会资本参加
2016年8月6日	银监会发布《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务处置的若干意见》，支持金融资产管理公司（AMC）、地方资产管理公司，按照市场化、法治化的原则，开展债转股工作，关于债转股对象的表述是“钢铁煤炭骨干企业”
2016年8月16日	经过国家发改委、央行、财政部、银监会等多部委多次研究讨论后，最新方案取消了债转股试点规划，强调“一企一策、一事一议”。适用债转股的债权以银行贷款为主，债券等是否纳入由参与方自主协商而定，针对临时有困难但有发展前景的企业降杠杆；政府鼓励社会资金参与但不强制“牵线搭桥”，也不承担损失兜底
2016年9月14日	银监会主席尚福林在中国银行业协会第七届会员大会二次会议讲话时明确表示，支持金融资产管理公司、地方资产管理公司对钢铁煤炭等领域骨干企业开展市场化债转股
2016年10月10日	《关于市场化银行债权转股权的指导意见》作为《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）的附件正式出台

从这个过程来看，本轮市场化债转股指导意见的出台经过了以下六个关键环节：

①广泛听取了各方的意见和建议；

②认真研究了各种看法和评论；

③分析总结了国内外的历史经验教训；

④邀请相关智库开展了第三方评估；

⑤组织部分金融机构和企业开展了模拟运行；

⑥经过国务院常务会和中央政治局常委会的审议通过。

由此可见，国家对这次市场化债转股非常重视、谨慎和高效。

二、两轮债转股措施有何区别

通过与上一轮政策性债转股的深入对比，我们可以更好地理解本轮市场化债转股的本质，有利于切实有效地推动市场化债转股的操作实践。通过深入对比分析，两轮债转股至少存在14个方面的不同，如表2-4所示。

表2-4 两轮债转股的区别

项目	1999年债转股	本轮债转股
基本性质	政策化	市场化
主导对象	政府主导、市场配合	市场主导、政府参与
支持重点	大中型国有及国有控股企业	有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业（四类企业）
主要目的	盘活银行不良资产，化解银行体系风险	降低企业杠杆率，防范债务风险
前提条件	促进企业转换经营机制	建立和完善现代企业制度
范围标准	“五范围”“五标准”正面清单	三正面清单，五负面清单
对象选择	国家经贸委推荐	相关参与方市场化选择
实施机构	金融资产管理公司（四大）	四大资产管理公司、两类国有平台（2+N）、银行系资产管理公司、非银金融机构
确定原则	行政性选择和确定，政府审定转股企业和转股价格	企业选择、价格确定、资金筹集、股权退出等方面都是市场化

项目	1999年债转股	本轮债转股
确定方式	各相关市场主体自主协商	相关部委审批
股东权益	阶段性持股、形式上的股东	依法享有各项股东权利
退出渠道	退出渠道单一（主要是回购退出）	退出渠道多元化（上市退出、第三方退出、分红退出、回购退出、转让平台退出）
约束机制	约束机制缺失，约束能力较弱	“三不”“六不得”，强化四项约束机制
宏观环境	经济处于上升周期	经济下行压力较大

（一）基本性质不同

本轮债转股是市场化债转股，国家印发的文件叫作《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，突出“市场化”和“指导”；上一轮债转股是政策性债转股，文件叫作《关于实施债权转股权若干问题的意见》，突出“实施”。

政策性债转股作为党中央和国务院实现国有企业3年脱困目标的一项重大战略决策，目的很明确：一是国有企业将卸下沉重的债务包袱，大大减轻利息负担，结合建立现代企业制度，实现扭亏为盈；二是国有商业银行将巨额的不良资产转移到资产管理公司，有利于优化商业银行的负债结构，促进经营和发展；三是资产管理公司通过国家赋予的特殊经营范围，对收购的巨额不良资产进行分期分批的处置，为后续的出售、置换、资产重组等股权退出方式腾出时间和空间。

而在供给侧结构性改革的背景下，市场化债转股是作为“三去一降一补”五项重要任务中“去杠杆”的重要手段之一被提出的。《关于市场化银行债权转股权的指导意见》也是作为《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》的附件正式出台的。在《指导意见》的总体思路中，明确提出遵循“市场化、法治化、有序开展、统筹协调”的工作原则，其中“市场化”被放在了首要位置。

（二）主导对象不同

本轮债转股是市场主导、政策或政府指导；上轮债转股是政府主导，政府将其作为一项新的政策性很强的工作进行安排和推动。

具体来说，政策性债转股的突出特点就是政府在债转股过程中起主导作用，不仅制定各种政策，更是债转股的发起者，对债转股各个环节进行推动，并且以国家财政兜底。从制度安排上来看，《金融资产管理公司条例》规定，金融资产管理公司处置不良贷款形成的最终损失，由财政部提出解决方案，报国务院批准执行。在实际运作中，政策性债转股的两个真正主体——资产管理公司和转股企业都不能真正发挥作用。

而市场化债转股则明确了政府“不兜底、不强制”，很可能相当一部分的案例会引入社会资本，这也倒逼了不良资产市场化定价的形成。但是，政府不干预并不意味着否定政府在债转股中的作用，实际上，政府的作用仍然十分重要，只是出发点有所改变。政府的职能将主要体现在各种法规、规章的制定，为债转股提供制度上的保障，进行配套政策的支持等方面；同时，对债转股行为进行监督，确保债转股工作依法顺利进行。

（三）支持重点不同

本轮市场化债转股主要是支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关；上轮政策性债转股主要是支持国有及国有控股的大中型企业，特别是亏损企业转亏为盈、改革脱困。

本轮集中债转股的企业多为过剩产能行业的国企，如钢铁、水泥、电解铝、船舶制造、多晶硅、煤化工等产能过剩行业，且满足以下特征：带动当地经济发展的行业龙头企业；周期性波动下企业经营暂时陷入窘境，但有望业绩复苏的信誉良好企业；企业的管理水平较高，债权债务清晰，且竞争力尚可的企业。

本轮债转股将“僵尸企业”排除在外，可以看作并非完全是给银行处置不良的政策，而是在更大程度上尊重市场化的规律。只有暂时经营困难但潜力尚在的企业，才能成为债转股的对象。

值得关注的是，在政策上，对这轮债转股的对象所使用的措辞是“银行潜在不良资产”。“潜在”说明本轮市场化债转股的焦点并非是上轮单纯的不良资产，而是国有企业正常类和关注类资产，力求防患于未然。充斥不良资产的“僵尸企业”更是被严厉禁止在门外。

（四）主要目的不同

本轮市场化债转股的目的主要是切实降低企业杠杆率，实现降本增效，防范债务风险；上一轮债转股的目的首先是盘活商业银行不良资产，防范和化解金融风险。

经过上一轮的不良资产剥离，我国商业银行的改组、引进战略投资者、补充资本以及内部的一系列改革，银行业越来越强大、越大越健康，与政策性债转股时期的银行已不可同日而语。从市场化债转股出台前的数据，也就是2016年第三季度末的数据来看，商业银行不良贷款率为1.76%，加权平均资本充足率为13.31%，拨备覆盖率为175.52%，整体上是安全、稳健的。因此，本轮市场化债转股的主要目标重点不是化解银行体系的风险，而是有效降低企业债务水平和杠杆率，助推供给侧结构性改革，增强经济中长期发展韧性。

（五）前提条件不同

本轮市场化债转股强调与深化企业改革和建立现代企业制度协同推进，并且把“建立和完善现代企业制度作为开展市场化债转股的前提条件”；上一轮政策性债转股则强调促进企业转换经营机制，加快建立现代企业制度。

在上一轮政策性债转股中，金融资产管理公司对580户国有中大型企业实施了债转股。截至2003年年末，在涉及华融资产管理公司的第一批505户债转股企业中，已经组建新公司364户，占比72%。其中牵头的339户企业中，240户已完成新公司组建工作，占比71%。信达资产管理公司累计注册新公司149户。长城资产管理公司已按照政策对148户企业进行了债转股，其中有102户进行了改制，成立了新公司，改制完成率为68.92%。80%的债转股企业扭亏为盈，但到2002年，这一比例下降到70%以下。（2016年，出现多次债券违约的东北特钢还在动议债转股，而它正是上一轮政策性债转股的企业。）原因之一在于，债转股没有经历痛苦的企业重组过程。金融资产管理公司将国有企业巨额不良债权转变为股权后，虽然获得了对该企业的监督和管理权，但是由于政府主管部门与债权人之间在权利分配上存在的矛盾，金融资产管理公司作为大股东不具备实质控制权，最关键的经营者任免权往往掌握在企业主管部门或集团公司手中，从而使得经营者更关注上级主管部门或集团公司的利益，而非大股东的利益，产生所谓“控股不控权”的问题。这不利于企业真正建立产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度和灵活的市场化经营机制，致使债转股政策难以真正发挥对国有企

业改制、扭亏、增效和发展的促进作用。

因此，本轮市场化债转股要求债转股企业“要同步建立现代企业制度、完善公司治理结构、强化激励约束机制、提升管理水平和创新能力，为长期持续健康发展奠定基础”。同时，对保障实施机构享有《公司法》规定的各项股东权利也专门进行了规定，对各级人民政府提出了“不得妨碍转股股东行使股东权利，不得干预债转股企业日常经营”的行为约束要求。

（六）范围标准不同

本轮市场化债转股对象企业的选择范围与条件既有三个正面鼓励清单，又有四个负面禁止清单的标准；上一轮政策性债转股只有“五范围”“五标准”的正面清单，凡不具备条件的先行整顿。

哪些企业可以债转股，哪些企业不能债转股，是市场化债转股启动实施后社会高度关注的问题，也被普遍认为是这一轮市场化、法治化债转股能否成功的一个重要标志。从上一轮债转股反映出的问题来看，确实存在个别企业在债权转为股权后未同步开展改组改制，企业经营发展没有实质改观，实施机构对转股股权难以退出，一些产能落后且没有发展前景的企业存续了下来，影响了市场正常的优胜劣汰等现象。正是由于吸收了以往的经验，本轮市场化债转股特别强调不能变成一些企业的“免费午餐”，“高负债—债转股—重新大幅举债”这样的恶性循环不能重演。因此，正面清单和负面清单的出现，进一步明确了债转股的政策边界，对于长期亏损、已失去生存发展前景的“僵尸企业”，要“清理退出一批”“依法破产一批”，这既是去杠杆、去产能过程中正常的市场化手段，也是国有企业结构调整的重要内容。

（七）对象选择

本轮市场化债转股对象企业由各相关市场主体依据国家政策导向主协商确定；上一轮政策性债转股首先由国家经贸委初选推荐拟债转股企业，提出建议转股额，经各方共同协商，选定转股企业与四大金融资产管理公司签订债转股协议，最终实施转股的企业数和转股额分别占推荐数和建议额的96.5%和88.1%，户均转股6.98亿元。

（八）实施机构不同

本轮市场化债转股是通过并鼓励多种类型的实施机构参与开展债转股；上一轮政策性债转股则是金融资产管理公司作为唯一投资主体实施债转股。也就是说，在上轮债转股中，银行是把不良贷款转移出去，而本轮有可能发生银行通过设立附属机构实现“直接”持有企业股权的情况。

具体来看，本轮市场化债转股的实施机构类型呈现多样化特征，既包括银行外机构，如金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等；又包括银行所属机构，如银行现有符合条件的所属机构，或新设符合规定的机构；同时，也鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。部分公司名单如表2-5所示。

①从非银行机构来看，金融资产管理公司以及地方资产管理公司的主营业务就是不良资产收购处置，而国有资本投资运营公司则属于国企改革中的新生事物。

2015年9月13日，中共中央、国务院出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》，这是新时期指导和推进国有企业改革的纲领性文件。《指导意见》提出，要改组组建国有资本投资、运营公司，国有资产监管机构授权国有资本投资、运营公司对授权范围内的国有资本履行出资人职责。2016年2月，国务院国资委下属的两家投资平台公司——中国诚通控股集团有限公司和中国国新控股有限责任公司成为国有资本运营公司试点企业。同年7月，神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局集团、中交集团和保利集团开展国有资本投资公司试点。部分省市也从2015年开始陆续启动改组组建国有资本投资、运营公司的工作。

这样的制度设计，将以往国有资产监管机构直接对所监管企业履行出资人权利的运作模式，改变成由国有资本投资、运营公司对所授权的国有企业履行出资人权利。实质上是在政府和市场之间设立了一个“界面”和“隔离带”，这个“界面”和“隔离带”就是指国有资本投资、运营公司。

国有资本投资、运营公司是指国家授权经营国有资本的公司制企业。两类公司的主要经营模式是以投资融资和项目建设为主，通过投资实业拥有股权，通过资产经营和管理实现国有资本保值增值，履行出资人监管职责。在国有资本投资、运营公司设立方式方面，《指导意见》的配套文件《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》主要提出

了改组组建国有资本投资、运营公司的四条意见，其表述重点是关于两类公司的功能定位。

第一个定位是，两类公司既服务于国家和地方政府的战略意图，同时又采取市场化、专业化的运作方式。第二个定位是，两类公司是优化国有资本布局的操作平台。也就是说，通过这个平台，要能推动国有资本的能级提升，不断提升资本的流动性，不断实现资本从低级形态向高级形态转化；要能推动国有资本的产业形态升级，从低效、无效的产业当中脱身出来，向更有效形态的产业转化。例如，从“僵尸企业”、空壳企业、传统制造业等不适合国有资本继续投入的产业中转化出来，投入到战略新兴产业、现代制造业、现代服务业、公益性企业。第三个定位是，两类公司是市场化运作的专业平台，运作理念是市场化的，操作团队是专业化的。

要实现这些目标，国有资本投资、运营公司需要发挥国有资本的市场化、专业化运作能力和市场化经营能力，通过参与债转股等形式处置不良资产、保护国有资产，并对产权进行重组经营，从而更加充分地体现国有经济的活力、控制力和影响力。

表2-5 国有资本投资、运营公司名单（不完全统计）

地区	序号	公司名称	注册资本（亿元）	试点时间
中央	1	中国粮食集团有限公司	19.78	2014 年 7 月
	2	国家开发投资公司	19.47	
	3	中国诚通控股集团有限公司	93.80	2016 年 2 月
	4	中国国新控股有限责任公司	155.00	
	5	神华集团有限责任公司	394.10	2016 年 7 月
	6	中国宝武钢铁集团有限公司	52.79	
	7	中国五矿集团公司	101.09	
	8	招商局集团有限公司	137.50	
	9	中国交通建设集团有限公司	58.55	
	10	中国保利集团公司	20.00	
山东	11	山东省国有资产投资控股有限公司	45.00	2015 年 3 月
	12	山东省鲁信投资控股集团有限公司	30.00	
	13	兖矿集团有限公司	33.53	2015 年 6 月
	14	山东能源集团有限公司	100.00	
	15	华鲁控股集团有限公司	8.50	
	16	山东黄金集团有限公司	12.73	
	17	山东高速集团有限公司	200.56	
	18	齐鲁交通发展集团有限公司	200.00	2015 年 6 月组建
	19	山东省土地储备开发集团有限公司	50.00	2015 年 8 月组建
	20	山东省财金投资集团有限公司	30.00	2015 年 9 月转制
	21	山东发展投资控股集团有限公司	80.00	2015 年 11 月组建
	22	鲁商集团有限公司	4.23	2016 年 8 月
	23	山东钢铁集团有限公司	104.67	

地区	序号	公司名称	注册资本（亿元）	试点时间
江苏	24	江苏省国信资产管理集团有限公司	200.00	2016 年 4 月
安徽	25	安徽省投资集团控股有限公司	300.00	—
浙江	26	浙江省国有资本运营有限公司	100.00	2017 年 1 月
福建	27	厦门市政集团有限公司	176.40	2014 年 5 月
上海	28	上海国际集团有限公司	105.59	—
	29	上海国盛（集团）有限公司	100.00	
广东	30	广东粤海控股集团有限公司	10.00	2016 年 1 月
	31	广东恒健投资控股有限公司	153.17	
广西	32	广西投资集团有限公司	66.79	2017 年 4 月
	33	广西宏桂资产经营（集团）有限责任公司	5.80	
海南	34	海南省发展控股有限公司	122.99	2016 年 2 月
	35	海南省农垦投资控股集团有限公司	88.00	
湖北	36	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	80.00	2016 年 6 月
河南	37	河南投资集团有限公司	120.00	2017 年 2 月
	38	河南能源化工集团有限公司	210.00	
	39	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	194.32	
	40	郑州煤炭工业（集团）有限责任公司	41.27	
江西	41	江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司	1.75	2016 年 7 月
北京	42	北京国有资本经营管理中心	350.00	—

地区	序号	公司名称	注册资本（亿元）	试点时间
天津	43	天津国有资本投资运营有限公司	100.00	2017 年 2 月
山西	44	山西焦煤集团有限责任公司	42.72	2016 年 6 月
内蒙古	45	内蒙古国有资本运营有限公司	100.00	2016 年 1 月
宁夏	46	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	300.00	2016 年 11 月
	47	宁夏建设投资集团有限公司	20.00	
	48	宁夏旅游投资集团有限公司	15.00	
	49	宁夏交通投资集团有限公司	200.00	
	50	宁夏农业投资集团有限公司	20.00	
陕西	51	陕西能源集团有限公司	100.00	2017 年 5 月
四川	52	四川省商业投资集团有限责任公司	100.00	2017 年 1 月
	53	四川长虹电子控股集团有限公司	30.00	2015 年 9 月
	54	四川省投资集团有限责任公司	55.00	
	55	四川省能源投资集团有限责任公司	93.16	
	56	四川发展（控股）有限责任公司	800.00	
云南	57	云南省建设投资控股集团有限公司	260.00	
重庆	58	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	100.00	2014 年 1 月
	59	重庆机电控股（集团）公司	18.43	
	60	重庆化医控股（集团）公司	26.25	
	61	重庆商社（集团）有限公司	8.45	
	62	重庆市水务资产经营有限公司	6.65	
	63	重庆市地产集团有限公司	50.00	
地区	序号	公司名称	注册资本（亿元）	试点时间
黑龙江	64	黑龙江省大正投资集团有限责任公司	35.01	—

资料来源：新浪网、国家企业信用信息公示系统等

②从银行所属机构来看，根据2014年12月30日银监会印发的《商业银行并表管理与监管指引的通知》，商业银行附属机构包括但不限于境内外的其他商业银行、非银行金融机构、非金融机构以及其他应当纳入整个商业银行集团并表范围的机构。因此，以银行所属机构为实施机构进行债转股，实际上涉及的机构种类将可能包括银行、金融租赁、信托、基金等非银行金融机构，以及银行系资产管理公司等非金融机构。

根据现行的《商业银行法》的要求，银行不能投资于非银行类企业，不能直接持有一般企业的股票。然后从政策性债转股开始，银行始终都未能从“直接”或间接参与债转股中脱离开来。随着银行公司治理日趋完善、综合化经营能力不断提升，为直接参与推动债转股提供了重要的制度保障和技术条件。特别是近几年来，国内银行综合化经营发展很快，多数大中型银行成立了可以进行投行、资管业务的子公司，且各银行资管业务得到了很大发展，大多成立了专营部门，拥有一大批投资人才，为实施债转股创造了良好的技术条件。以银行所属专业子公司作为债转股实施机构，不仅可以促进银行相关子公司的业务发展，还能带动银行投行业务和资产管理业务的发展。

相对而言，银行选择由自己新设具有投资功能的附属机构，有更大的动力和优势。农业银行前任副行长楼文龙在21世纪经济报道上发表的署名文章《以市场化债转股推动银企合作共赢》中提出：“第一，效率更高。相对于第三方实施机构，以银行附属机构为实施机构，由于信息更加对称，相关的商业谈判、尽职调查、价值评估等程序要畅通得多，能够加速推进债转股进程。第二，资金优势。第三方实施机构虽然也可以通过发债、吸引社会资本等方式进行筹资，但毕竟存在较大不确定性。选择银行附属机构作为实施机构，可充分利用银行自有资金，也可通过资产管理计划使用银行理财资金，更可以借助银行信用优势发行债券，资金来源更多样和有保障。第三，损益内化。通过第三方实施机构进行债转股，银行转股债权可能面临较大折价，带来较大的财务损失压力，银行还将失去分享债转股企业经营效益好转所带来潜在收益。而由银行新设具有投资功能的附属机构作为实施机构，可使银行在合理分担债转股债权损失和财务负担的情况下支持符合条件企业债转股。”并且，行司协同有利于发挥集团优势，能够对银行所属实施机构的债转股工作发挥积极的促进作用。据了解，农行股改以后，管理财政部委托资产8年累计处置回收率高达21.83%，远高于四大金融资产管理公司处置银行剥离债权10年回收率（其中，信达15.92%、华融14.12%、东方10.43%、长

城9.66%）。

实践中，五大国有商业银行全部就设立债转股专营子公司进行了公告，截至2017年8月初，工农中建四家债转股专营子公司已取得银监会批复筹建，建信金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司已先后成立运行，这将继续创新市场化债转股业务模式，扩大债转股业务目标客户群体，推动更多符合条件的项目签约落地，有效降低企业杠杆率，积极促进企业转型升级，全面提升金融服务实体经济的质量和效率。与此同时，其他银行或四大金融资产管理公司也开始利用地方资产管理公司的“二胎”政策，进入不良资产处置领域。例如，2017年2月20日，兴业资产管理股份有限公司注册成立，成为福建省第二家地方资产管理公司，注册资本30亿元，由兴业国信资产管理有限公司和福建欣福地金融控股有限公司共同设立，前者为兴业银行的二级子公司。2017年7月28日，中国信达资产通过与地方政府平台合作，参与发起设立的中安资产管理公司成立。四大金融资产管理公司介入，“四大＋地方”布局模式逐步形成，此前，中国华融资产直接参与华融晋商、华融昆仑两家资产管理公司的出资组建，中国信达资产通过信达投资间接参与河南中原资产管理公司的组建，中国东方资产通过上海东兴间接参与安徽国厚金融资产管理公司组建。参与市场化债转股的资产管理公司实施机构体系，逐步演变为“4＋2＋N＋银行系”的多元化格局，如表2-6所示。

表2-6 主要银行系新设实施机构情况

银行	新设机构	性质	注册资本	公告日期
农业银行	农银金融资产投资有限公司	债转股专营子公司	100 亿元	2016 年 11 月 23 日
工商银行	工银金融资产投资有限公司（筹）	债转股专营子公司	120 亿元	2016 年 12 月 9 日
建设银行	建信金融资产投资有限公司	债转股专营子公司	120 亿元	2016 年 12 月 21 日
中国银行	中银金融资产投资有限公司（筹）	债转股专营子公司	100 亿元	2016 年 12 月 22 日
交通银行	交银资产管理有限公司（暂用名）	债转股专营子公司	100 亿元	2017 年 1 月 19 日
兴业银行	兴业资产管理股份有限公司	福建第二家地方 AMC	30 亿元	2017 年 2 月 20 日

资料来源：中国农业银行公告等

（九）确定原则不同

本轮市场化债转股在对象企业选择、价格确定、资金筹集、股权退出等方面都是市场化；上一轮政策性债转股主要是行政性选择和确定，政府审定转股企业，并审批转股价格，金融资产管理公司以1：1的价格从银行收购不良资产，向人民银行再贷款并向对口银行发行金融债券筹集资金（10年期，低利率2.25%），原企业以回购股权为主。

（十）确定方式不同

本轮市场化债转股是各相关市场主体自主协商制，按照法治化原则、市场化方式，依据国家政策导向，由银行、实施机构和企业自主协商确定债转股；上一轮政策性债转股是层层审批制，对金融资产管理公司确认的企业债转股的条件、方案，由国家经贸委、财政部、中国人民银行联合审核后报国务院批准实施。

（十一）股东权益不同

本轮市场化债转股明确要保障实施机构享有《公司法》规定的各项股东权利，参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理；上一轮政策性债转股明确金融资产管理公司是阶段性持股，参与企业重大决策，但不参与企业的日常生产经营活动，只是形式上的股东。

从政策性债转股的实施效果来看，“阶段性持股”的初始目标设置是制约债转股效果有效发挥的原因之一。但就实际效果来看，资产管理公司对国有企业的阶段性持股并未有效缓解国有企业的双重委托代理问题，对国有企业治理结构进行改革和完善的作用尚待考察；也难以确保国有企业债转股后涅槃重生，不断提高公司的盈利能力而且有能力回购股份。

一是在持股阶段，资产管理公司难以在转股企业中发挥股东的监督作用。资产管理公司是阶段性持股，在一定的期限内要通过回购、转让等形式实现股权的退出，即使控股原则上也不出任董事长，不介入高级管理层，只参与企业重大决策，不干预企业的日常生产经营活动，由于认识上的差异，信息上的不对称，管理上的疏漏，很难真正做到同股同权同利，股东权利受到限制。二是当资产管理公司完成阶段性持股的使命后，谁来购买或接收其股权难以确定。有回购能力的企业不一定愿意债转股，而无力回购的企业很难保证回购承诺的有效性，同时还有赖于

资本市场的成熟与发展。20世纪初期，我国资本市场尚不成熟，作为不良债权回收站的资产管理公司一旦缺乏有效渠道及时退出股权，就难以形成一种持续不断地消化不良债权的能力。另外，新公司成立缓慢也是影响资产管理公司行使权利的一个重要因素。新公司的组建和成立是债转股完成的标志，也是资产管理公司行使股东权利、进行股权管理的基础，是实现债转股政策目标的重要条件。但是，新公司组建进度不尽如人意，资产管理公司行使股东权利缺乏法律基础。

正是认识到上述这些问题，财政部、国务院国资委等部门建议把资产管理公司的阶段性持股转为中长期持股，强化其股东地位，并使其按市场原则择机退出；通过资产管理公司持有和经营国有企业股权，按市场原则对企业进行重组、发行抵押债券、进行资产置换等，以实现盘活金融资产和企业资产的双赢目标。这些重大政策的调整，都为资产管理公司的改革与发展创造了非常有利的条件。

（十二）退出渠道不同

本轮市场化债转股的退出渠道很多，中国市场化条件成熟了，程度提高了，层次增加了，工具和手段多了；上一轮政策性债转股的退出方式则不多，债转股企业真正实现上市的不多，并购案例也不多，更多的是靠债转股企业回购。

从退出方式来看，主要有五种方式：一是标的企业上市，或将股权装入已有的上市公司，通过二级市场转让实现退出；二是企业实现兼并重组后，通过第三方转让来实现退出；三是约定股息分红率，通过分红实现逐步退出；四是与原股东约定触发机制，按照约定的业绩指标，通过回购的方式实现退出；五是设立一个债转股的转让平台，通过该平台转让实现退出。

（十三）约束机制不同

本轮市场化债转股担心一些地方政府可能会干涉相关事务，因此《指导意见》首先划定政府行为红线，在不干预、不强制、不搞拉郎配的“三不”前提下，一口气定下“六不得”纪律，而且强化主体信用、财务杠杆、处置行为和投资管理四项约束机制。上一轮政策性债转股虽然有重重审批，但的确有一些地方政府和企业将其当作“免费午餐”，“争着抢着哭着闹着”要债转股，一旦实施债转股，“翻脸”的也不少，强制性低价

回购，甚至资产被掏空的案例也不时出现。

（十四）宏观环境不同

本轮市场化债转股是在国际经济环境更趋复杂、我国经济下行压力仍然较大的背景下进行的，一些有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业即使进行债转股，面对需求增长有限的情况，其盈利能力和偿付能力的改善仍具有较大的不确定性。上一轮政策性债转股后受益于我国加入WTO、房地产市场化、经济复苏周期的到来，我国经济经历了一轮上行周期。

第三节
本轮债转股基本政策

到目前为止，市场化债转股的政策体系已初步建立，形成了一种“1＋N”的政策体系，如表2-7所示，其中：

● “1”是指《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称为《指导意见》）；

● “N”是指多个配套政策，通过梳理，至少包括七个方面，即在实施机构上调整了地方AMC的政策，在推动机制上建立了部际联席会议制，在金融支持上出台了钢煤行业去产能金融十三条新政，在资金筹措上出台了债转股的专项企业债，在税务工商上落实了税收优惠及工商注册政策，在司法支持上设立清算与破产审判庭，以及其他正在拟定或规划拟定的配套政策。

表2-7 本轮债转股政策体系（已发布政策）

时间	发文单位	文件名称	文号
基本政策			
2016年9月22日	国务院	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》	国发〔2016〕54号
实施机构政策			
2016年2月25日	银监会	《关于2016年进一步提升银行业服务实体经济质效工作的意见》	银监办发〔2016〕35号
2012年1月18日	财政部、银监会	《金融企业不良资产批量转让管理办法》	财金〔2012〕6号
2016年10月14日	银监会	《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》	银监办便函〔2016〕1738号

时间	发文单位	文件名称	文号
		实施机构政策	
2017年4月7日	银监会	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》	银监发〔2017〕4号
2017年5月4日	保监会	《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》	保监发〔2017〕42号
		推动机制政策	
2016年7月6日	银监会	《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》	银监办便函〔2016〕1196号
2016年10月18日	国务院办公厅	《关于同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度的函》	国办函〔2016〕84号
2016年12月30日	发改委、央行、财政部、银监会	《关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知》	发改财金〔2016〕2792号
2017年5月4日	银监会	《关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》	银监办便函〔2017〕802号
		金融支持政策	
2016年2月1日	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	国发〔2016〕6号
2016年2月1日	国务院	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	国发〔2016〕7号
2016年12月1日	银监会、发改委、工信部	《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》	银监发〔2016〕51号
		资金筹措政策	
2016年12月19日	国家发改委	《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》	发改办财金〔2016〕2735号

时间	发文单位	文件名称	文号
资金筹措政策			
2017 年 7 月 15 日	国家发改委	《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知》	发改办财金〔2017〕1238 号
税务工商政策			
2016 年 11 月 22 日	财政部、国税总局	《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》	财税〔2016〕125 号
司法支撑政策			
2016 年 5 月 6 日	最高人民法院	《最高人民法院关于依法开展破产案件审理积极稳妥推进破产企业救治和清算工作的通知》	法〔2016〕169 号

（一）以优胜劣汰为目的开展市场化债转股

市场化债转股的主要目的是优胜劣汰，主要通过明确、具备、禁止、鼓励这四个关键词来实现这一目的。

具体来讲，就是明确了三项内容——适用企业、企业债权、债权质量；具备了三个较好条件——发展前景较好、产业方向较好、信用状况较好；禁止了四类企业；鼓励了五类企业。

1.适用企业和债权范围

①对象企业如何确定。主要从由谁确定、依据什么确定、怎样确定三个层级进行了指引。由谁确定，由相关市场主体自主确定，强调了确定的自主性；依据什么确定，依据国家政策导向来确定，强调了确定的导向性；怎样确定，自主协商确定，强调的仍然是确定的自主性。

②转股债权范围如何确定。主要包括两个范围：银行对企业发放贷款形成的债权，以及其他类型的债权。可以理解为以银行贷款债权为主，以银行除贷款外的其他信贷债权、非银行金融机构和非金融机构债权为辅。

③转股债权类型如何确定。由债权人、企业和实施机构自主协商确

定。从这一点可以看出市场化选择的灵活性，债转股的债权范围也包括正常贷款等，并非专门针对不良贷款；既可以将本行贷款转股，也可以收购他行贷款转股；既可以转为普通股，又可以转为优先股；既可以转到对象企业，又可以转到对象企业下属公司，还可以与实施机构一起新设机构。对象企业的债转股股东，既可以是单独的一家，也可以是多元的数家；既可以是银行所属机构，也可以是金融资产管理公司、地方资产管理公司、国有资本投资公司等多类型的实施机构。

2.对象企业三个较好条件

向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股。市场化债转股主要是针对遇到困难的高负债企业，但这些高负债企业必须发展前景较好、产业方向较好、信用状况较好。

①发展前景较好。具有可行的企业改革计划和脱困安排。

②产业方向较好。主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标。

③信用状况较好。无故意违约、转移资产等不良信用记录。

3.四个负面禁止清单

为有效防范道德风险和不影响市场出清，切实发挥市场化债转股的优胜劣汰作用，《指导意见》明确了“四个禁止，三个鼓励”。不是政府直接定企业，而是明确债转股的政策边界。

负面禁止清单约束了不能债转股的企业范围，即“僵尸企业”、失信企业和不符合国家产业政策的企业。具体包括以下四类：

①已失去生存发展前景扭亏无望的“僵尸企业”；

②有恶意逃废债行为的企业；

③债权债务关系复杂且不明晰的企业；

④有可能助长过剩产能扩张的企业，有可能增加库存的企业。

中央反复强调，坚定不移深化供给侧结构性改革，深入推进“三去一

降一补”，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，更多地运用市场机制实现优胜劣汰。关于“僵尸企业”，目前尚无明确的识别标准和处置办法，在实践中，2015年国家相关部委在摸底各省状况时，提出的“僵尸企业”识别标准包括：持续亏损，资产负债率高；半年以上未缴纳增值税；暂停用电量；不符合产业调整方向等。2016年2月，工信部将“僵尸企业”明确定义为“已停产、半停产、连年亏损、资不抵债，主要靠政府补贴和银行续贷维持经营的企业”。

一是对于“僵尸企业”。鼓励债权人委员会制订清晰可行的资产保全计划，稳妥有序地推动其重组整合或退出市场，实现市场出清，以充分盘活沉淀在“僵尸企业”等低效领域的信贷资源。

二是对于技术管理比较先进的企业。当市场环境改善以后，它仍然有生存的可能，鼓励通过自主自愿，由债务人和银行等债权人平等协商来确定债务重组方案，尽量帮助企业渡过难关。鼓励企业争取成功，但对可能发生的损失也要做好充分的准备和应对措施。

4.三个正面鼓励清单

本轮市场化债转股鼓励的对象企业主要具有三大特征，即强周期、高负债、大企业。具体包括以下三类：

①因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业；

②因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业；

③高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业，以及关系国家安全的战略性企业。

可以看出，市场化债转股鼓励和重点支持的对象企业应该具有三类特征：有困难，但是可逆转；负担重，但是能成长；具潜力，并且很关键。

（二）鼓励多类型实施机构参与开展市场化债转股

《指导意见》提出，银行不得直接将债权转为股权，国家另有规定的除外。银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机

构将债权转为对象企业股权的方式实现。

市场化债转股的参与主体与20世纪末、21世纪初政策性债转股只限于四大金融资产管理公司作为实施机构不同，《指导意见》对其给出了更为宽泛的范围。

1.两类实施机构

①银行外部机构参与实施。鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型的实施机构参与开展市场化债转股。

②银行利用和新设内部所属机构开展实施。支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股。

对银行所属实施机构有两点要求：一是面向本行债权开展市场化债转股应当符合相关监管要求；二是应确定在债转股企业中的合理持股份额，并根据《公司法》等法律法规要求承担有限责任。

2.三种实施情形

①银行所属机构交叉实施。鼓励银行向非本行所属实施机构转让债权实施转股，支持不同银行通过所属实施机构交叉实施市场化债转股。

②实施机构竞争实施。鼓励各类实施机构公开、公平、公正竞争开展市场化债转股。

③实施机构之间、实施机构与股权投资机构之间合作实施。支持各类实施机构之间，以及实施机构与私募股权投资基金等股权投资机构之间开展合作。

（三）以法治化原则、市场化方式有序开展债转股

1.建立市场化选择和确定长效机制

透析《指导意见》，实施市场化债转股的核心和关键是建立市场化选择和确定对象企业、转股债权、收债价格、转股价格、转股条件、资金筹集、股权变更、股权管理和股权退出九项内容的长效机制。

①银行、实施机构和企业。按照法治化原则、市场化方式，依据国家政策导向，自主协商确定转股对象、转股债权以及转股价格和条件。

②实施机构。市场化筹集债转股所需资金，依法依规落实和保护股东权利，同时多渠道、多方式地实现股权市场化退出。

③债转股企业。规范履行股权变更等相关程序。

2.自主协商确定市场化债转股价格和条件

①债权人委员会协调。对于涉及多个债权人的，可以由最大债权人或主动发起市场化债转股的债权人牵头成立债权人委员会进行协调。

②国企转股价格确定原则。国有上市公司转股价格，经批准，允许参考股票二级市场交易价格确定；国有非上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定。

③债权可转换为优先股。完善优先股发行政策，允许通过协商并经法定程序把债权转换为优先股，依法合理确定优先股股东权益。

3.市场化筹集债转股资金

债转股资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集。

①面向社会投资者募集。鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金，包括各类受托管理的资金。

②发展混合所有制。鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。

③发行金融和企业债券。支持符合条件的实施机构发行专项用于市场化债转股的金融债券，探索发行用于市场化债转股的企业债券，并适当简化审批程序。

④财政激励引导。根据需要，采取适当的财政支持方式，激励引导开展市场化债转股。

目前来看，实施机构倾向于通过设立专项基金的方式募集资金。例如，华融资产新成立的华融瑞通股权投资管理有限公司，将作为中国华

融参与实施市场化债转股工作的战略性平台机构，承担基金募资、债转股项目筛选、拟转股债权收购、债转股项目实施及转股后股权管理等职责，还将作为基金管理人发起设立500亿元投资规模的中国华融债转股并购重组基金；重庆渝康资产管理公司新成立了重庆渝康股权投资基金管理有限公司，与建信信托发起设立了120亿元的“渝康建信国企并购重组基金”。

4.规范履行股权变更等相关程序

债转股企业应依法进行公司设立或股东变更、董事会重组等，完成工商注册登记或变更登记手续。涉及上市公司增发股份的，应履行证券监管部门规定的相关程序。

5.依法依规落实和保护股东权利

市场化债转股实施后，要保障实施机构享有《公司法》规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。

《公司法》赋予股东十大权利（见图2-8）：股东身份权，参与重大决策权，选择、监督管理者权，资产收益权，知情权，关联交易审查权，提议、召集、主持股东会临时会议权，决议撤销权，退出权，诉讼权和代位诉讼权。还可以依据法律、法规和公司章程享有或设定其他权利。

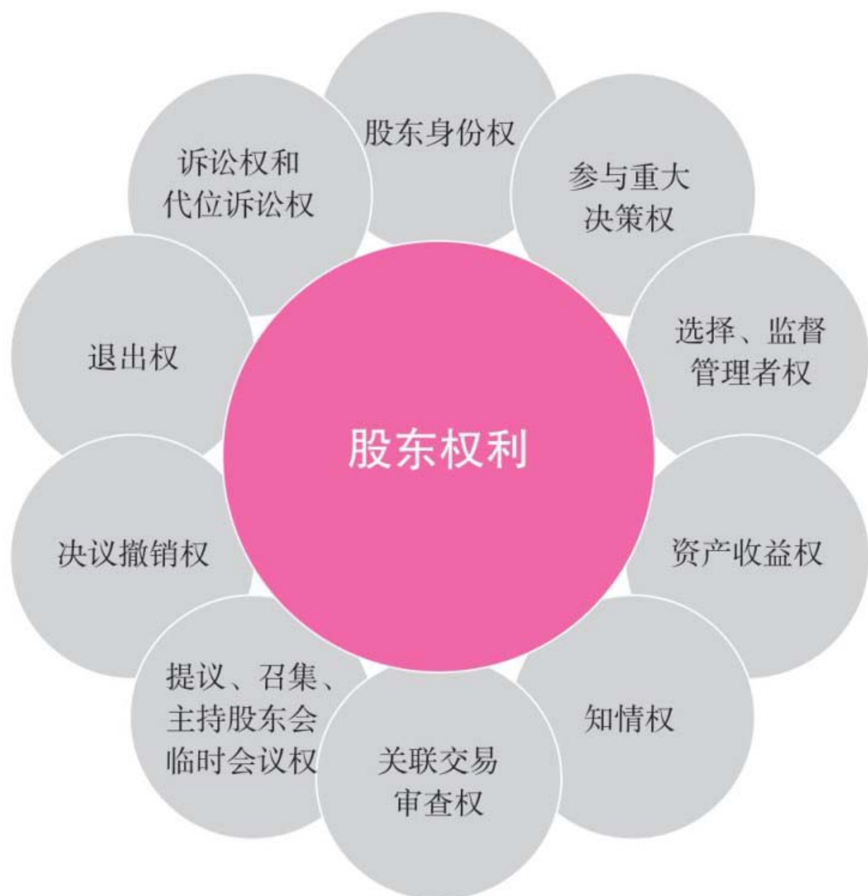


图2-8 《公司法》赋予的股东权利

6.采取多种市场化方式实现股权退出

债转股企业至少有以下三种退出情形。

①有退出预期。实施机构可与债转股企业协商约定所持股权的退出方式。

②为上市公司。债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定。

③为非上市公司。鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。

也就是说，转债股东设置股权退出应方便灵活，给予双方充分的时

间与自由度。既可以就持有新公司股权问题在债转股协议中设置退出约定，又可以在公司发展良好的情况下选择继续持有公司股权，还可以选择原股东采用股权回购、股权转让等方式退出。

总的来说，本轮债转股充分体现了市场化的方便性、多样性、灵活性的特征。

①债转股的债权范围。既可以包括正常贷款、关注贷款，也可以包括不良贷款，且并非专门针对不良贷款；既可将本银行贷款转股，也可以收购其他银行贷款转股。

②债转股的对象企业。既可以是集团公司，也可以是集团的某一个产业板块，还可以是集团的某一户或某几户企业。

③债委会的牵头人。既可以是最大债权人，也可以是主动发起市场化债转股的债权人。

④债转股的转股形式。既可以向非本行所属实施机构直接实施债转股，也可以与他行所属实施机构交叉实施债转股。

⑤收购债权的转股对象。既可以转到对象企业，又可以转到对象企业下属公司，还可以与实施机构一起新设机构。

⑥对象企业的转股股东。既可以是单独一家，也可以是多元数家；既可以是银行内部的所属机构，也可以是银行外部的金融、地方和保险AMC及国有资本投资、运营两类公司；银行既可以利用现有所属机构，也可以新设所属机构。

⑦实施机构的相互关系。既可以公开、公平、公正地竞争，也可以相互之间开展合作，还可以与股权投资机构合作。

⑧转股债权的收购资金。实施机构既可以自筹或申请银行贷款，也可以设立或通过子公司设立基金，还可以发行金融或企业债券；既可以是可用于股本投资的资金，也可以是各类受托管理的资金。

⑨债转股的转股价格。既可以参考股票二级市场交易价格，也可以参考竞争性市场报价或其他公允价格。

⑩债转股的股权性质。既可以转为普通股，也可以转为优先股。

债转股的退出通道。既可以预先约定，也可以连续持有；既可以对外转让，也可以由原股东回购。

二、政府的环境营造内容

梳理《指导意见》，政府的作用主要体现在五个方面，即规范政府行为，推动企业改革，落实和完善相关政策，强化约束机制，加强和改进服务与监督。

（一）规范政府行为

1.政府的职责定位

提供政策支持和指导、规范和监管、社会保障兜底工作，确保债转股在市场化、法治化轨道上平稳有序推进，包括制定规则、完善政策、依法监督、维护公平竞争的市场秩序、保持社会稳定、做好职工合法权益保护六个方面的内容。

2.政府的行为红线

各级人民政府及其部门不干预债转股市场主体具体事务，不强制相关市场主体参与债转股，不搞拉郎配。做到“六不得”：①不得确定具体转股企业；②不得强行要求银行开展债转股；③不得指定转股债权；④不得干预债转股定价和条件设定；⑤不得妨碍转股股东行使股东权利；⑥不得干预债转股企业日常经营。

3.政府的两个“需要”

①需要切实履行好国有企业出资人职责，在国有企业债转股决策中依照法律法规和公司章程行使国有股东权利。

②需要进一步明确、规范国有资产转让相关程序。

（二）推动企业改革

开展市场化债转股的前提条件是建立和完善现代企业制度。

1.推进和建立两个协同

①要与深化企业改革、降低实体经济企业成本、化解过剩产能和企业兼并重组等工作有机结合、协同推进。

②要同步建立现代企业制度，完善公司治理结构，强化激励约束机制，提升管理水平和创新能力，为长期持续健康发展奠定基础。

2.形成和健全两个机制

①形成经营机制：通过市场化债转股，推动企业改组改制，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制，提高企业经营管理水平。

②健全制衡机制：债转股企业要健全公司治理结构，合理安排董事会、监事会和高级管理层，建立权责对等、运转协调、制衡有效的决策执行监督机制。

（三）落实和完善相关政策

1.产业与市场环境

①支持债转股企业所处行业加快重组与整合。

②加大对债转股企业剥离社会负担和辅业资产的支持力度。

③稳妥做好分流安置富余人员的工作。

2.优惠政策

符合条件的债转股企业可按规定享受企业重组相关税收优惠政策。

（四）强化约束机制

1.主体信用约束

①建立债转股相关企业和机构及其法定代表人、高级管理人员的信用记录，并纳入全国信用信息共享平台。

②构建市场化债转股参与各方失信行为联合惩戒机制，依据相关法

律法规严格追究违法违规单位及相关人员的责任。

2.财务杠杆约束

在债转股协议、新的企业章程中，相关主体应对企业未来债务融资行为进行规范，共同制订合理的债务安排和融资规划，对资产负债率作出明确约定，避免债转股之后再重新大幅度举债，防止企业杠杆率再次超出合理水平。

3.处置行为约束

①规范债转股企业和股东资产处置行为，严格禁止债转股企业任何股东，特别是大股东掏空企业资产，随意占用和挪用企业财产等侵害其他股东权益的行为。

②防范债转股企业和实施机构可能存在的损害中小股东利益的不正当利益输送行为。

4.投资管理约束

①建立投资者适当性管理制度，对投资者参与市场化债转股设定适当资格与条件，鼓励具有丰富企业管理和重组经验的机构投资者参与市场化债转股。

②完善个人投资者适当性管理制度，依法建立合格个人投资者识别风险和自担风险的信用承诺制度，防止不合格个人投资者参与市场化债转股投资和超出能力承担风险。

（五）加强和改进服务与监督

1.机制与配合

要健全工作机制，加强协调配合，做好服务与监督工作。

2.政策与措施

要按照分工抓紧完善相关政策，制定配套措施。据悉，债转股的配套措施、实施细则正在紧锣密鼓地研究、制定过程中，相关的配套措施、细则将涉及转股价格、国有资产转让、优先股发行、股份增发、股

权转让等。

3.指导与研究

要加强监督指导，及时研究新情况，解决市场化债转股实施过程中出现的新问题。

4.宣传与解读

要加强政策宣传，做好解读、引导工作。

5.环境与秩序

要营造良好的区域金融环境，支持各相关市场主体自主协商，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，做好相关工作。

6.试点与有序

要指导各相关市场主体试点先行，有序开展市场化债转股，防止一哄而起。

7.检查与评估

要加强全过程的监督检查，及时归集、整理市场化债转股相关信息并进行分析研究，适时开展市场化债转股政策效果评估，对重大问题及时报告。

第四节
本轮债转股配套政策

根据国发〔2016〕54号文件及同步下发的《〈关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见〉部门和单位任务分工方案》的相关要求，在部际联席会议的统一协调下，各成员部门和单位应着力完善制定配套措施。该工作涉及部际联席会议17家成员单位共计56项任务分工，56项任务分工又根据牵头部门职责细化为108项具体工作，其中包括：

①梳理并落实已有相关政策，进一步明确其适用范围和适用对象，并加强政策解读，推动落实，有16项；

②研究并出台新的政策和规则或修改原有政策和规则，并加以落实，有27项；

③制订和实施专门领域或专门事项的工作方案，有10项；

④结合日常管理工作，持续推进，有55项。

总的来说，配套政策可以分为七大类型，如图2-9所示。

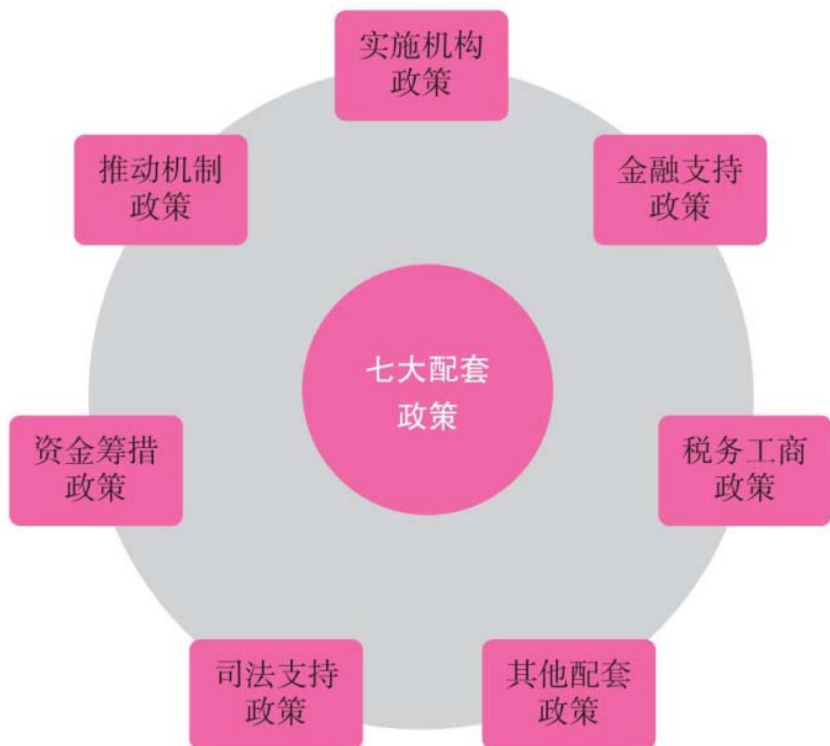


图2-9 本轮债转股的七大配套政策

一、实施机构政策

（一）加速不良资产处置

2016年10月，财政部、银监会下发新的《金融企业不良资产批量转让管理办法》。该文件与2012年旧版《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6号）相比最大的变化是，将金融不良资产批量转让组包门槛由之前的10户可批量转让降低至3户。这一变化，对有效支持地方资产管理公司的发展，积极推进市场化债转股，以及加速不良资产出清具有重要意义。

（二）放宽地方资产管理公司限制

2016年10月14日，银监会发布《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738号），变化主要涉及以下两个方面。

①放宽财金〔2012〕6号文第三条第二款关于各省级人民政府原则上可设立一家地方资产管理公司的限制，允许确有意愿的省级人民政府增设一家地方资产管理公司。省级人民政府增设地方资产管理公司应当考虑以下因素：一是当地不良贷款余额较高，不良贷款处置压力较大；二是不良资产增速较快，不良资产转让需求较高；三是已设立的地方资产管理公司正常经营，并已积极发挥作用。

②放宽财金〔2012〕6号文第三条关于地方资产管理公司收购的不良资产不得对外转让，只能进行债务重组的限制，允许以债务重组、对外转让等方式处置不良资产，对外转让的受让主体不受地域限制。

（三）发挥保险资金作用

2017年5月4日，保监会发布了《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》，提出要积极发挥保险资金融通和引导作用，支持保险资产管理机构发起设立去产能并购重组基金，促进钢铁、煤炭等行业加快转型发展，实现脱困升级。支持保险资金发起设立债转股实施机构，开展市场化债转股业务。支持保险资产管理机构开展不良资产处置等特殊机会投资业务，发起设立专项债转股基金等。

二、推动机制政策

（一）建立部际委员会

2016年12月30日，国家发改委、中国人民银行、财政部、银监会联合发布了《关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知》（发改财金〔2016〕2792号）。国家发改委会同中国人民银行、财政部、银监会、国资委、中宣部、中央网信办、工业和信息化部、人力资源社会保障部、国土资源部、商务部、税务总局、工商总局、法制办、证监会、保监会、最高法院，17个部门和单位建立积极稳妥降低企业杠杆率部际联席会议制度。部际联席会成立后的运行，通过成员会议和联络员会议两种形式进入了常态化、制度化，这对加快相关配套政策制定出台和加强对金融机构的业务指导起到了积极的推动作用。

（二）建立完善债委会工作体系

债委会是有效推进实施市场化债转股的重要机制。部署推进债委会机制，也是银监会从自身职能职责出发，稳妥支持实体经济去杠杆的重要制度设计和政策创新，体现了在遵循市场化、法治化原则基础上营造良好环境的积极作为。复盘债委会的制度设计，在经历了以下三个阶段后方形成完整体系。

第一阶段提出部署：2016年年初，银监会在全国银行业监管工作会议上提出全面推行债委会制度，并做了专门部署。由此，债委会机制上升为银监会重要指导工作事项之一，债委会也在零星试点的基础上开始逐步铺开。

第二阶段，制度形成：2016年7月6日，银监会印发《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2016〕1196号，下称“1196号文”），对债委会定位、职责及基本运行机制进行了明确，债委会机制自此广泛全面运用，避免像过去一样采用行政方式解决市场化问题。

第三阶段，升级完善：2017年5月4日，银监会印发《关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2017〕802号，下称“802号文”），基于债委会一年多的运行实践，升华了内涵，具化了细节，形成了体系，特别是切实贯彻了2017年4月25日中共中央政治局就维护国家金融安全进行集体学习做出的部署精神，有效适应了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）推进需要，及时配套了《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》等8个专项整治文件。

之所以建立完善债委会机制，一是出于积极稳妥降低杠杆率的迫切需要。国发〔2016〕54号文提出，各市场主体自主协商确定债权转让、转股价格和条件，“对于涉及多个债权人的，可以由最大债权人或主动发起市场化债转股的债权人牵头成立债权人委员会进行协调”。在实务中，企业面对的债权银行较多，少则几个，多则几十个，各银行的贷款情况不尽相同，不管是用途、期限、利率、额度、担保措施，还是业务流程、权限审批、指标考核、贷款管理、风险控制、自身诉求等，都不一样，会出现协调难、沟通难、占用期限长等情况，因此必须要发挥债委会的作用。二是债委会的运作有了良好的实践基础。到2016年年底，全国成立了12 836家债委会，涉及用信金额约14.85万亿元，平均每家

11.569亿元。其中，“山东模式”是典型代表，截至2016年年末，山东辖区组建债委会1　138家，涉及授信额度3.12万亿元，贷款余额1.51万亿元，分别占辖区涉贷法人企业授信额和贷款余额的60.4%和41.3%，通过债委会实现了银企共赢，减少了单方面行为对企业经营和银行经营产生的负面影响，各方权益在可能范围内得到了最大保护。

银监会主席郭树清在2017年3月2日的国新办新闻发布会上这样评价债委会的作用：债委会是一个很好的办法，尤其是对于大中型企业，其贷款银行比较多，大家在对待企业结构调整、风险处置的问题上一致行动、统一部署，地方政府欢迎，企业也高兴，对银行也有好处。可以避免信息不对称造成的问题，无论是对于恐慌还是麻木，都是有积极作用的。

同时，随着债委会运行体系的完整形成，市场各方反应已愈加统一：债委会制度是基础；有效运作是关键；发挥作用是核心。同时，目前全国正呈现出推动债委会运行的良好局面，例如，银监会指导全国钢铁、煤炭等重点行业开展去杠杆培训，专门解读债委会运行机制；山东、重庆、山西等各省市积极行动，比如重庆将发挥好债委会的重要作用列入政府积极稳妥降杠杆的工作文件。

1.1196号文建立了债委会工作体系

①明确了债委会的定义。债委会是由债务规模较大的困难企业三家以上债权银行发起成立的协商性、自律性、临时性组织。

②明确了债委会的工作原则。债委会按照“市场化、法治化、公平公正”的原则开展工作。

③明确了债委会的工作架构。债委会原则上由企业所在地的债权银行业金融机构组建，如果是涉及央企以及重大复杂的企业集团，可以在总行层面组建债委会。债务企业的所有债权银行业金融机构和银监会批准设立的其他金融机构原则上应当参加债委会。债委会要明确主席和副主席单位，其中，主席单位由债权金额较大且有协调能力和意愿的一至两家银行担任，副主席单位可以由代表债权金额较大和较小的银行共同组成。

④明确了债委会的运行方式。债委会成员应当签署《债权人协

议》，协议内容包括但不限于债委会组织架构、议事规则、权利义务及共同约定、相关费用等。债委会重大事项的确定，应当同时符合两个条件：第一，经占金融债权总额三分之二以上比例的债委会成员同意；第二，经全体债委会成员过半数同意。

2.802号文补充和优化了债委会的运行机制

802号文以1196号文的执行实践为基础，很好地运用了问题导向、目标导向方法，为着力解决债委会工作中存在的相关问题或运行中的不确定性，作出了更具问题导向针对性、务实运作操作性、达成目的有效性的补充和优化，确保债委会的运作能够更为细化、深化、明确化、具体化和落地化。例如，802号文进一步贯穿了“统一行动原则”，解决了原债委会运行中遇到的跨区域或跨行协调难、执行难等症疾。

要准确理解债委会的运行机制，就要回答好以下八个问题。

（1）“工作重点”如何突出

确定明确的工作重点，是债委会有效运行的基础和前提。

①确定重点企业。802号文提出两类情况：第一类，两个“较大”的“困难企业”，包括“金融债务规模较大”“对区域性金融风险影响较大”；第二类，国家确定的重点行业中，出现暂时困难的大中型企业，重中之重又是钢铁和煤炭两大行业。这与国发〔2016〕6号、7号及银监发〔2016〕51号等关于钢铁、煤炭行业化解过剩产能及债权债务问题的文件要求具有一致性。

②厘清工作思路。明确各银监局、银行业金融机构要做好“三件事”：一摸、二排、三制。“一摸”，即摸清列为债委会重点的企业情况，包括经营情况、资产负债情况及风险底数，采取项目化、清单式的方式推进。“二排”，即按两个维度来排序，包括风险的严重程度和区域的重要性。“三制”，即制订风险化解方案，核心是通过债委会工作机制，识别和判断企业风险，形成“一企一策”的风险化解方案。

③做好债务重组。债委会的重点和难点工作之一是实施金融债务重组。在实施条件上，802号文在1196号文的基础上作了进一步完善，共有四条，即：企业预计不能偿还到期金融债务、产品服务具有重组价值、发展符合支持政策、银行企业有重组意愿。802号文较1196号文增

加的“企业预计不能偿还到期金融债务”，实质上是增加了实施债务重组的前提条件，使金融债务重组更具有针对性。

④把握负面清单。相较于1196号文，802号文针对《指导意见》明确的负面清单，提出了金融机构的针对性处理方式，即针对落后产能企业、不达标且整改无望企业、“僵尸企业”，金融机构应实施“一压二退三出清”——压缩贷款、退出相关贷款、实现市场出清。

（2）“责任主体”如何强化

①机制建立责任。按照802号文的要求，一旦困难企业被列入工作重点，就要尽快完善机制，未设立债委会的要组建，已设债委会的要完善。

②运行各方责任。债委会承担主体责任，及时成立工作小组，积极推动债委会相关运行工作。其中，802号文明确提出工作小组可以收取费用，以确保债委会日常工作的正常运行和有效推进。主席行承担主要责任，履行好债委会发起、筹备、成立、日常运行及协调、报告情况六项责任。

③建立问责机制。新增问责机制是802号文的一大亮点，将极大确保债委会的有效运行。问责情形有四种：不加入债委会，不执行决议，不履行债务重组方案，影响债务重组推进。其中，802号文在1196号文“原则上应当参加”的基础上进一步严格要求，强调所有银行“均要”加入债委会、统一行动。问责方式至少有三种：约谈主要负责人，通报批评，责令对有关责任人员进行纪律处分等。

（3）“授权制度”如何完善

①具化授权要求。802号文提出了两点具体的完善要求：一是改进内部管理制度，进一步完善债委会相关工作的授权机制；二是纳入内部管理体系，重点是总行向分行的授权工作。相较于1196号文的“适当下放权限”，802号文要求更加具体、明确，可确保债委会有序、有力、有效地运行。

②明确责任豁免。按照802号文的新增内容，银行分支机构执行债委会的决议和要求，总行不得追究相关责任。我国金融机构管理体制决定了企业面对的金融机构多数是政策性银行、大型商业银行、股份制银

行的分支机构，少数是城商行、农商行的法人机构，债务企业的合作银行都离总行较远。授权体系和责任豁免机制的配套执行，能有效解决分支机构参与债委会的深度，以及执行债委会决议的力度和效率问题，是化解后顾之忧的“尚方宝剑”。

（4）“信贷支持”如何稳定

①明确底线要求。金融债务重组有一个期间，有一个过程，在这个过程中，如何保证债务企业的正常运营，是债委会和各成员单位需要直面的现实问题。802号文和1196号文均强调，各银行业金融机构要一致行动，做到“三稳定”——稳定预期、稳定信贷、稳定支持，而且“不得随意停贷、抽贷”。这是对债委会运作的底线要求，只有这样，才能实现“维护经济金融秩序，支持实体经济发展”的目标。

②具化支持方式。按照1196号文，对于企业提出的新资金需求有充分理由的，债委会还可以通过组建银团贷款，建立联合授信机制或封闭式融资等方式，予以支持。另外，802号文在1196号文规定的“可通过必要的、风险可控的收回再贷、展期续贷等方式”之外，又增加了两种：调整贷款利息、市场化债转股。而且还进一步明确，出于救助企业的需要，经债委会决议，可以稳定信贷。这显示，802号文充分吸收了国发〔2016〕54号、银监发〔2016〕51号等文件内容的成果，明确债委会的运行也是推进市场化债转股的必要保障机制。

（5）“指导协调”如何加强

①遵循市场化原则。1196号文界定了债委会的性质，是协商性、自律性、临时性组织，因此，802号文明确各银监局的职能是“指导”和“协调”，指导对象是债委会，协调内容是债委会运行过程中的重大问题和重要事项；银行业监督管理机构不干预具体事务，很好地体现了“市场化、法治化”的基本原则。

②做好配合工作。相对于银监局站在“背后”支持的角色，银行业协会在债委会的组建运行中发挥着重要作用，各省市银行业协会是辖区内债委会设立运行的组织者。因此，1196号文要求银监局“支持银行业协会在债务重组等工作中发挥积极作用”，而802号进一步要求银行业协会“积极配合银监局的相关工作”。两个要求对象不同，可以看出在政府指导、市场主导的中间，银行业协会发挥了极其重要的衔接作用。

（6）“信息报告”如何进行

①做好与当地政府的沟通工作。债委会的工作重点包括“对区域性金融风险影响较大的困难企业”，这决定了与当地政府的沟通配合情况直接影响债委会的运行效果。因此，802号文明确要求银监局做到两点：第一，向当地政府报告困难企业风险化解情况；第二，会同地方政府、债委会商讨重点企业风险化解工作，逐步制订风险化解方案。

②建立信息报告机制。报告主体包括银行业金融机构和各银监局，报告形式分为临时报告和定期报告。临时报告，即各地银监局要对风险化解中的重大问题，及时向银监会报告；定期报告，即每季度结束后15日内，银监局和银行业金融机构报告上一季度债委会的工作情况。

③做好舆论宣传。舆论宣传的责任主体是银监局、金融机构和地方政府，三方要积极主动，形成合力，及时正面发声，加强舆论引导，回应社会关切，营造良好的舆论环境。金融债务重组涉及债务企业、金融机构、实施机构，特别是涉及企业职工，涉及相关主体利益格局的调整，所以，要加强政策宣传，做好解释工作，既要维护公平竞争秩序，又要维护社会稳定。

（7）“协同衔接”如何开展

①解决监管协同问题。802号文要求各银监局之间通力合作，协调异地银行加入债委会，共同推进债委会工作。这是对1196号文“债委会原则上由企业所在地的债权银行业金融机构组建”的完善。这一规定体现了问题导向、一致原则，旨在解决跨区域、跨银行协调难的问题。

②解决司法衔接问题。对1196号文的“实施金融债务重组的，可以采取协议重组和协议并司法重组的方式”，802号文作了进一步的操作性延伸，规定需要进入破产重整程序的，债委会一方面要与管辖法院进行沟通协调、寻求支持，具体工作体现为两个“主动”：主动参加由有关部门、机构的人员组成的清算组；主动向法院推荐破产管理人。另一方面，在必要的时候，债委会可以向银监局报告，请求进行协调，银监局的协调职能再次被提及。

（8）“综合服务”如何做好

1196号文提出鼓励两类公司积极参与债务重组：第一类是具有金融

机构牌照的四大金融资产管理公司；第二类是具有金融业务资质的地方资产管理公司。802号文则明确了具体的参与路径：通过合作提供综合服务。

①在服务内容上，重点是帮助债务企业合理降低杠杆率。依据国发〔2016〕54号文，两类资产管理公司提供的综合金融服务，包括积极推进企业兼并重组、多措并举盘活企业存量资产、多方式优化企业债务结构、有序开展市场化债转股、依法依规实施企业破产、积极发展股权融资。同时，资产管理公司还可以批量收购债务企业在债权银行的金融不良资产。

②在服务手段上，802号文正式明确地方资产管理公司可以作为破产管理人。《破产法》规定管理人由人民法院指定，管理人可以由有关部门、机构的人员组成的清算组或者依法设立的律师事务所、会计师事务所等社会中介机构担任。2016年5月，最高人民法院印发的《关于依法开展破产案件审理积极稳妥推进破产企业救治和清算工作的通知》（法〔2016〕169号）提出："各地法院要根据《企业破产法》的规定积极完善管理人制度，在现有管理人结构的基础上吸收适应企业重整需要的管理人才参加。"2017年1月，《重庆市积极稳妥降低企业杠杆率工作方案》（渝府发〔2017〕2号）提出："支持符合条件的市属国有资产管理公司担任破产管理人。"地方资产管理公司根据财金〔2012〕6号文、银监发〔2013〕45号文设立，主要工作是参与金融不良资产的批量收购处置业务。债务重组是资产管理公司处置不良资产的主要方式，本身就涉及协议并司法重组内容。地方资产管理公司是市场化体制成立的机构，坚守法治化原则，实行专业化运作，能在法院的监督下履行重要职责，因此802号文明确规定，为了发挥地方资产管理公司化解地方金融风险的作用，要积极争取省级人民政府、人民法院的支持，可以将其作为中介机构列入破产管理人名单。

三、金融支持政策

目前的金融支持政策最突出的领域是钢铁、煤炭等去杠杆重点行业。

2016年2月，国务院分别以国发〔2016〕6号文、7号文印发了《关

于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》以及《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，分别对化解钢铁行业、煤炭行业过剩产能提出了全方位的指导思想，并提出了化解过剩产能的目标。

以上两个文件都专门就加大金融支持提出了要求。

①有保有控，不搞“一刀切”。金融机构对符合条件的骨干煤炭企业、钢铁企业，要加强金融服务。

②运用市场化手段妥善处置企业债务和银行不良资产，落实金融机构呆账核销的财税政策，完善金融机构加大抵债资产处置力度的财税支持政策。研究完善不良资产批量转让政策，支持银行加快不良资产处置进度，支持银行向金融资产管理公司打包转让不良资产，提高不良资产处置效率。

③支持社会资本参与企业并购重组，鼓励保险资金等长期资金创新产品和投资方式参与企业并购重组，拓展并购资金来源。完善并购资金退出渠道，加快发展相关产权的二级交易市场，提高资金使用效率。

④严厉打击企业逃废银行债务行为，依法保护债权人的合法权益。地方政府建立企业金融债务重组和不良资产处置协调机制，组织协调相关部门支持金融机构做好企业金融债务重组和不良资产处置工作。

2016年12月，银监会、发改委、工信部联合发布《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》（银监发〔2016〕51号，以下简称《意见》），即“钢煤十三条”。《意见》重申了“市场化、法治化”是本轮债转股的基本原则。《意见》中的“支持金融资产管理公司、地方资产管理公司等多类型实施机构对钢铁煤炭企业开展市场化债转股”，主要针对的是资产负债率较高、在国民经济中占重要地位、具备发展潜力的钢铁煤炭骨干企业。《意见》延续了银监会一直以来“有保有压”的信贷指导政策，支持骨干企业的合理资金需求，支持其市场化债转股，但要严厉打击逃废债行为，对“僵尸企业”“要坚决压缩、退出相关贷款”。

同时，原主要针对小微企业推出的“无还本续贷”政策，在国务院、银监会的推动下，也逐步推广至钢煤行业等债务问题较为突出的行业领域。所谓“无还本续贷”，是指企业流动资金贷款到期后，仍有融资需求、临时存在资金困难、经银行审核同意的，可通过新发放贷款结清已

有贷款等形式，继续使用贷款资金。这可以避免“过桥资金”的高额成本，并提前锁定续贷，保持融资结构的稳定性。虽然尚无特定政策予以明确，但通过以下政策组合，可以解读出监管政策导向。

①首次提出（限于小微企业）。根据《关于完善和创新小微企业贷款服务提高小微企业金融服务水平的通知》（银监发〔2014〕36号），若小微企业流动资金周转贷款到期后仍有融资需求，银行业金融机构可以提前按新发放贷款的要求审贷，通过新发放贷款结清已有贷款等形式，允许小微企业继续使用贷款资金。

②拓展范围。根据《关于进一步落实小微企业金融服务监管政策的通知》（银监发〔2015〕38号），各机构可根据自身的风险管控水平和信贷管理制度，比照36号文的有关规定，自主决定对到期贷款办理续贷业务的范围。

③明确要求。根据《国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》（国办发〔2014〕39号），对达到标准的企业直接进行滚动融资。

④拓展至钢煤行业。要求银行业金融机构应当按照风险可控、商业可持续原则，对技术设备先进、产品有竞争力、有市场的钢铁煤炭企业继续给予信贷支持，不得抽贷、压贷、断贷。同时，鼓励银行业金融机构对主动去产能的钢铁煤炭困难企业进行贷款重组，调整贷款结构，合理确定贷款期限，按照国家有关规定减免利息。——《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》（银监发〔2016〕51号）

⑤进一步拓展至债务规模较大的困难企业。要求各债权银行可通过必要的、风险可控的展期续贷等方式，最大限度地帮助企业实现解困。为提高债权银行执行力，还要求，对于银行业金融机构的分支机构执行债委会的决议和要求，总行不得追究其相关责任。——《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2016〕1196号）、《关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2017〕802号）

同时，2016年7月27日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定了“推广无还本续贷”，在决策层面也已肯定了“无还本续贷”。在此导

向和上述政策组合支撑下，部分省市已切实贯彻落实了相关工作要求。2017年1月，上海银监局发文要求辖内商业银行积极推行无还本续贷业务，不应将续贷业务简单理解为常规意义的“借新还旧”而纳入问题贷款考核。2017年5月，黑龙江银监局在第112场银行业例行新闻发布会上披露，已创新运用无还本续贷等政策，成功帮扶钢铁、煤炭等重点国有企业解危脱困。

四、资金筹措政策

（一）专项债券筹资

国发〔2016〕54号文提出，“债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集”“探索发行用于市场化债转股的企业债券，并适当简化审批程序”。在此背景下，国家发展改革委组织专门力量进行研究，召集部分地方AMC进行座谈讨论，并及时完善内容，于2016年12月19日印发出台了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》（发改办财金〔2016〕2735号，以下简称《指引》）。新增市场化债转股专项债券，进一步丰富了专项债券发行主体和募集资金的用途，充分体现了政府“营造良好环境”“制定规则”“落实和完善相关政策”的引导和指导定位，有利于积极发挥企业债券融资对积极稳妥降低企业杠杆率的作用，有利于有序推进市场化债转股工作。

《指引》全文包括两部分共十三条，主要围绕“怎么做”“怎么做好”这两个核心，充分体现了对市场化债转股实施机构筹集资金的支持，各条措施具有较强的针对性、灵活性、操作性和有效性。

总体来看，“发行”是《指引》核心部分。注

①发行人精准。市场化债转股专项债的发行人特定为市场化债转股的实施机构，能有效解决实施机构的资金筹措瓶颈问题。由于属于企业债券，市场化债转股专项债的发行人可以理解为主要是银行外部的实施机构，四大AMC等金融机构则可以发行金融债券。

②发行基础条件清晰。发行人申请发债必须基于债转股的项目，核心是转股债权，可以是金融债权，也可以是包括经营性债权在内的其他非金融债权，但以金融债权中银行向对象企业发放的贷款为主，同时，

转股债权不针对不良贷款，还包括正常贷款，符合本轮债转股减低企业杠杆率的根本目的。

③发行方式灵活。债转股专项债券在银行间市场面对机构投资者发行，实施机构可根据信用等级选择公开或非公开两种方式发行。其中，非公开发行时认购的机构投资者不超过200人，单笔认购不少于500万元人民币。这符合国发〔2016〕54号文“建立投资者适当性管理制度”的要求。

④发债规模适度。在参考标的上，依据债转股项目合同约定的股权金额，而不是收购债权的金额，符合实施机构收债后可能有留债等安排的实际，也符合专债专用的政策；同时，可以是一个项目的股权金额，也可以是多个项目的股权金额累计数。在额度确定上，上限为股权金额的70%，意味着实施机构至少还要通过其他渠道筹措30%的资金。

⑤资金用途多样。债券资金主要用于实施机构开展银行债权转股权项目，既可用于刚开始启动实施的债转股项目，该项目以核准前报国家发展改革委的已生效转股合同为准，也可用于已实施的债转股项目，用于置换实施机构前期已用于债转股项目的资金，包括银行贷款、债权、基金等；既可用于单个债转股项目，也可用于多个债转股项目，但所有项目须在核准前报国家发展改革委；既可用于拟转股银行债权收购，也可用于补充实施机构营运资金，但用于补充营运流动资金的部分不能超过发债规模的40%。《指引》对债券资金使用的安排，充分考虑了市场化债转股债权收购、债权转股、股权管理的各个环节，便于实施机构对资金的统筹安排和效率提升。

⑥存续期限合理。《指引》充分体现债券存续期与项目实施期的“两期”匹配，国发〔2016〕54号文规定“实施机构对股权有退出预期的，可与企业协商约定所持股权的退出方式”，对于有约定退出时间的债转股项目，“两期”一致，到期一次还本。在实际运作中，因对象企业转型发展、提质增效时间较长，股权退出方式也比较多，“两期”往往不一致。因此，对债券存续期内项目实施期结束的，《指引》规定应设置加速到期条款，若债转股项目的股权早于债券存续期提前变现，则应由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人会议通过后，可提前清偿部分或全部债券资金，按照国家发展改革委的意见，提前清偿部分或全部债券资金必须遵循债券持有人自愿原则，并自主协商确定交易价格与条件；对项目实施期内债券存续期已到的，《指引》提出可设置续期条

款。上述规则切合实施机构的实际，消除了因“两期”错配增加额外资金成本的顾虑。

2017年5月，陕西金融控股集团有限公司发行市场化银行债权转股权专项债券获得国家发改委批准，成为2016年12月国家发改委发布《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》后国内首单债转股专项债券。此次陕西金控债转股专项债为48亿元（公开发行20亿元，非公开发行28亿元），债项信用评级为AAA，期限为不超过7年，中信证券为主承销商。募集资金将用于替换彩虹集团公司与咸阳中电彩虹集团控股有限公司下属标的公司的银行贷款，并通过债转股方式获得彩虹集团公司与咸阳中电彩虹集团控股有限公司下属标的公司的部分股权。

（二）政府产业投资基金引导

在国发〔2016〕54号文件印发实施9个多月后，针对市场化债转股项目普遍存在的投资期限较长、收益较低、不确定性高的情况，以及社会资本参与市场化债转股项目积极性有待提升的问题，国家发改委结合《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）的落实，及时制定印发了《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知》（发改办财金〔2017〕1238号），以进一步拓展市场化债转股的筹资渠道。

①明确了政府产业投资基金参与的目的。根本目的是发挥政府资金的引导作用和放大效应，吸引社会资金参与市场化债转股，切实降低相关领域内企业杠杆率，防范企业债务风险，帮助企业降本增效，实现优胜劣汰。政府出资产业投资基金的参与，也充分体现了政府指导、市场主导的原则，找到发挥市场配置资源决定性作用和更好发挥政府作用的结合点。

②明确了政府产业投资基金参与的条件。必须同时满足两方面的条件。一方面是市场化债转股投资项目范围，应符合《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）第三章关于投资领域的规定，包括七大领域：非基本公共服务领域、基础设施领域、住房保障领域、生态环境领域、区域发展领域、战略性新兴产业和先进制造业领域、创业创新领域。同时约定“投资于基金章程、合伙协议或基金协议中约定产业领域的比例不得低于基金募集规模或承诺出资额的60%”。另一方面是市场化债转股对象企业，须满足国发〔2016〕54号

文附件《指导意见》所明确的相关要求，对此，前文已有详细解读。

③明确了政府产业投资基金参与的方式。总体而言，可以利用现有政府出资的产业投资基金，也可以为市场化债转股出资新设基金。具体方式有三种：第一种是以权益投资方式直接参与项目，主要参与符合条件的各类实施机构发起的市场化债转股项目；第二种是以出资基金的方式参与项目，主要是通过出资参股实施机构发起设立的债转股投资基金，再由新设的基金参与具体的市场化债转股项目；第三种是符合规定的其他投资方式，符合国家法律法规和有关规范性文件的其他投资形式都可以参与，但要“经基金章程、合伙协议或基金协议明确或约定”。

④明确了政府新设专项基金引导的范围。鼓励有条件、有需求的地区探索新设政府出资市场化债转股专项基金，新设基金也要充分发挥好引导作用和放大效应。可以参与到政府出资市场化债转股专项基金的有三类，即符合条件的银行、市场化债转股实施机构、其他各类社会资本。同时，在政府出资产业投资基金中，除政府外的其他出资人还可以申请发行企业债券，通过基金投入市场化债转股项目。这和《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》形成了配套政策上的衔接。

⑤明确了政府产业投资基金参与的责利。政府出资产业投资基金各出资方要坚持“一个原则、两个约定”：一个原则即“利益共享、风险共担”；两个约定即约定收益分配方式、亏损分担方式。基于市场化债转股项目普遍存在的投资期限较长、收益较低、不确定性高的问题，《通知》专门明确政府出资部分可以适当让利，这既可以提高社会资本参与的积极性，也可以适当降低投资市场化债转股项目资金的成本。值得一提的是，前述《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》也专门提出“鼓励地方政府对债转股专项债券进行贴息等政策支持”。

五、税务工商政策

2016年11月22日，财政部、国税总局联合发布《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》（财税〔2016〕125号，以下简称《通知》）。

《通知》提出，企业符合税法规定条件的股权（资产）收购、合

并、债务重组等重组行为，可按税法规定享受企业所得税递延纳税优惠政策；企业以非货币性资产投资，可按规定享受5年内分期缴纳企业所得税的政策。

《通知》明确，在企业重组过程中，企业通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力，一并转让给其他单位和个人，其中涉及的货物、不动产、土地使用权转让行为，符合规定的，不征收增值税；企业重组改制涉及的土地增值税、契税、印花税，符合规定的，可享受相关优惠政策。符合信贷资产证券化政策条件的纳税人，可享受相关优惠政策。

《通知》还提出，企业破产、注销，清算企业所得税时，可按规定在税前扣除有关清算费用及职工工资、社会保险费用、法定补偿金；企业符合税法规定条件的债权损失可按规定在计算企业所得税应纳税所得额时扣除。金融企业按照规定提取的贷款损失准备金，符合税法规定的，可以在企业所得税税前扣除。

同时，工商总局已开始研究完善工商注销登记等其他相关政策。

六、司法支持政策

最高人民法院下发了《关于在中级人民法院设立清算与破产审判庭的工作方案》，要求直辖市、省会城市、副省级城市中级人民法院在年底前设立清算与破产审判庭。

最高法于2016年5月6日发布了《最高人民法院关于依法开展破产案件审理积极稳妥推进破产企业救治和清算工作的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》指出“依法开展破产案件审理、积极稳妥推进破产企业救治和清算工作”的三大意义在于：①供给侧结构性改革的客观需要；②提升市场主体竞争力的客观需要；③建立完善社会主义市场主体救治和退出机制的客观需要。

《通知》提出破产案件审理“三化”要求：各级人民法院要深刻认识破产案件审理对优化资源配置、规范市场秩序的重要意义，推动破产案

件审理工作常态化、规范化、法治化。

关于审判机构，《通知》提出加快建立专门清算与破产审判庭。首先在省会城市、副省级城市所在地中级人民法院建立清算与破产审判庭。破产案件数量多的中级人民法院，要积极协商地方编办建立专门审判庭。其他中级人民法院要根据本地实际情况适时开展专门审判庭的建立工作。2016年12月31日前，各高级人民法院要将辖区内专门审判庭建立情况报告最高人民法院。清算与破产审判庭承担以下职责：①企业破产和强制清算案件的立案、审理；②依法处理企业强制清算和破产案件的善后事宜；③调研企业破产和强制清算案件审理工作情况；④对下级法院企业破产和强制清算案件审理进行业务指导；⑤与有关法院协调解决企业破产案件审理中的问题；⑥与地方党委、政府及有关部门协调解决企业破产案件审理中的问题；⑦管理和培训破产管理人切实建立健全破产案件审理工作机制。

《通知》谋划了四大工作机制。

①健全破产重整企业识别机制。各地法院要围绕让人民法院成为“生病企业”医院目标，对虽符合破产受理条件但具有运营价值的企业，要以市场化为导向，积极开展破产、和解与重整，有效利用各种资源，使企业恢复生机。对救治无效或者其他不能适应市场需要的企业，要加快破产清算，及时释放生产要素，实现市场出清。

②在地方党委领导下，积极与政府建立“府院企业破产工作统一协调机制”。协调机制要统筹企业破产重整和清算相关工作，妥善解决企业破产过程中出现的各种问题。

③建立全国企业破产重整案件信息平台机制。各地法院要按照最高人民法院全国企业破产重整案件信息平台建设工作要求，做好破产案件前期信息整理工作，确保信息平台上线后顺畅运行，实现重整企业信息公开、破产程序公开、化解破产受理难问题的目标。

④建立合法有序的利益衡平机制。各地法院要依法处理职工工资、国家税收、担保债权、普通债权的实现顺序和实现方式，审慎协调各方利益。

七、其他配套政策

2016年11月7日，国土资源部发出《关于印发〈产业用地政策工作指引〉的通知》（国土资厅发〔2016〕38号），明确降杠杆过程中涉及土地盘活的政策；与此同时，商务部已经制定出台了《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》，简化了外商股权投资程序；保监会已明确原有的保险资金股权投资政策适用于债转股。

一些政策措施正在加快拟定中。中国人民银行正抓紧时间拟定发行专项用于债转股的金融债券发行规则；银监会正制定银行实施机构管理规则，启动“绿色通道”，要求有意愿的银行抓紧研究论证、提出申请，在管理规则发布之前，先准许五家国有大型银行各设一家专司债转股的实施机构；证监会正在制定完善《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行办法》《关于规范发展区域性股权市场的决定》《证券期货投资者适当性管理办法》等规定。

同时，各部门还在加快落实已有政策，力争尽早取得成效，比如工信部持续推动钢铁、煤炭、医药、稀土等重点产业的转型升级兼并重组工作，引导现有产业投资基金支持重点行业破局性、战略性重组。

本章小结

本章承接第一章对债转股内涵本质以及实施逻辑的介绍，进一步对债转股的相关政策进行了全面的梳理和分析，首先回顾了20世纪90年代末上轮债转股（即政策性债转股）的政策制定、实施情况、实施效果，其次分析了本轮市场化债转股的历史背景和出台历程，进一步通过比较两轮债转股的差异，深入剖析了本轮债转股与上轮债转股的区别，分析了本轮债转股强调“市场化和法治化”两个最为核心的特征。最后，针对本轮市场化债转股的“1＋N”政策框架体系，进行了全方位的解读，不仅提出本轮市场化债转股需要注意的问题，同时也大致梳理出具体实施过程中的操作路径，辅之以其他配套政策的解读，为后文进一步阐释债转股如何推进奠定基础。

1. 李波.对市场化债转股专项债券的认识和理解［J/OL］.http：//

finance.china.com.cn/news/20161230/4050295.shtml ? from=timeline.

第三章
市场化债转股操作路径

第一节
遵循3个操作原则

一、市场化原则

总的来讲，债转股的市场化原则是指以市场需求为导向，债转股各参与主体按各自的意愿和需求，自愿达成一致，参与债转股。本轮债转股充分体现了市场化的方便性、多样性、灵活性等特征。以市场化的方式解决企业债务危机既是最行之有效的方式，也是最快捷的方式，同时也可以解决“劣币驱逐良币”的问题，让优质但暂时困难的企业切实通过市场化债转股实现脱困发展。

本轮债转股的市场化原则主要体现在以下几个方面。

（一）转股企业市场化选择

①既可以转到对象企业，也可以转到对象企业下属公司，又可以由控股股东转到对象企业的关联企业，还可以与实施机构一起新设公司。

②既可以是上市公司，也可以是非上市公司。

③既可以是国有企业，也可以是非国有公司，还可以是未上市混合所有制企业。

（二）转股债权市场化协商

①既可以包括正常贷款、关注贷款，也可以包括不良贷款，并非专门针对不良贷款。

②既可将本行贷款转股，也可以收购他行贷款转股。

③既可以转以贷款为主的金融债权，也可以同时转相关联的非金融债权。

④既可以转全部贷款，也可以还债一部分，留债一部分，转债一部

分，折债一部分。

（三）转股价格市场化定价

既可以参考股票二级市场交易价格，也可以参考竞争性市场报价或其他公允价格。

（四）转股资金市场化筹集

①面向社会投资者募集。鼓励实施机构依法面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金。

②发行金融和企业债券。支持符合条件的实施机构发行专项用于市场化债转股的金融债券和企业债券。

③大力发展混合所有制。鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。

④适当财政支持激励。根据需要，采取以适当财政支持的方式激励引导开展市场化债转股。

（五）转股股权市场化退出

①既可以预先约定，也可以连续持有。

②既可以对外转让，也可以由原股东回购。

③既可以并购与市场交易退出，也可以系统挂牌与IPO退出。

二、法治化原则

随着我国法制体系的逐步完善，《公司法》《证券法》《企业破产法》《公司注册资本登记管理规定》等债转股相关法律法规已较为完备，为开展市场化债转股提供了重要制度保障。为保障各参与主体的权益，市场化债转股应坚持在法治化的原则下进行，不允许任何超出法律之外的外力干预，包括政府干预。

（一）债转股的原则法治化

市场化债转股必须在现有的法律法规框架下展开。根据《破产法》《商业银行法》《关于市场化银行债权转股权的指导意见》和《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》等法律法规的精神进行市场化债转股。

（二）债转股的手段法治化

市场化债转股要以法律法规允许的手段实施，根据对象企业的经营状况、政策的边界条件，选择合适的债转股工具，有序推进市场化债转股，避免国有资产的流失。相关政策法规如表3-1所示。

表3-1 市场化债转股相关政策法规

序号	出台部门	政策法规
1	国务院	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》
2	国务院	《关于市场化银行债权转股权的指导意见》
3	国家发展改革委办公厅	《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》
4	中国银行业监督管理委员会	《商业银行资本管理办法》
5	国家工商总局	《公司注册资本登记管理规定》
6	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国公司法》
7	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国企业破产法》
8	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国资产评估法》
9	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国商业银行法》
10	最高人民法院	《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》

三、专业化原则

市场化债转股是一个系统性的复杂工程，每一个参与主体都应该具备专业化的技能。特别是作为操作主体的实施机构，必须要有专业化的主体、专业化的人才和专业化的手段。

（一）专业化的主体

市场化债转股的实施机构必须在债转股的某个领域具有专业优势，《关于市场化银行债权转股权的指导意见》对符合参与市场化债转股的实施机构进行了具体的界定，包括金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司及银行所属机构。为了做到专业化，《指导意见》同时允许商业银行申请设立符合规定的专司市场化债转股的新机构开展市场化债转股。

（二）专业化的人才

市场化债转股需要全方位的专业人才，既要专业化的技能，也要全方位的综合素质；既要精通债权，也要熟悉股权；既要了解收购估值，也要懂得股权管理等。

（三）专业化的手段

金融不良资产的批量收购是政策与法律授予金融资产管理公司的特定经营工具和手段，金融资产管理公司可通过其特有的专业手段批量收购债权并实施市场化债转股。其他实施机构虽不具备批量收购的特定手段，但同样应该用协议转让、竞价转让等专业手段取得债权进行债转股。

第二节
推进12个操作步骤

市场化债转股是我国宏观经济层面降杠杆、微观企业层面增活力的有效手段，在具体实施过程中，需要以系统性的方法进行整体思路的设计，明晰具体操作步骤，如图3-1所示，从而快速地推进债转股的实施。

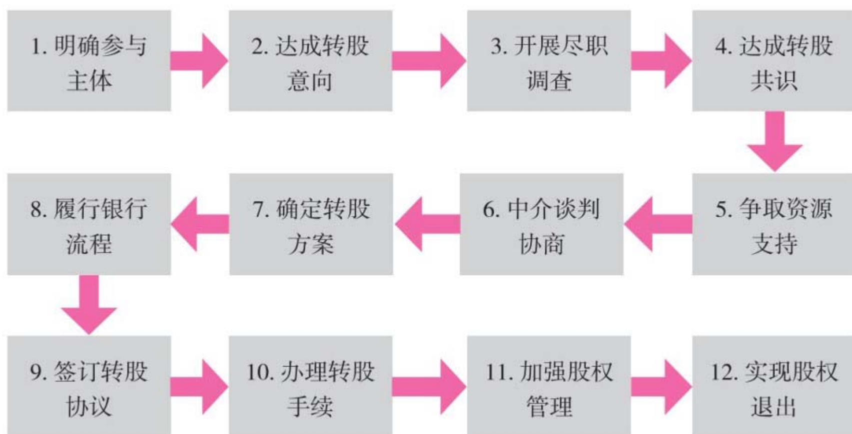


图3-1 市场化债转股的操作步骤

一、明确参与主体

市场化债转股是多方参与的集体商业行为，涉及多种类型的参与主体，不同类型的参与主体中也存在多个主体。因此，选择哪些类型的参与主体及其中的哪些主体，是市场化债转股能否迈出第一步的关键所在。

（一）债转股参与主体的分类

市场化债转股的参与主体，如图3-2所示，包括以下五类。

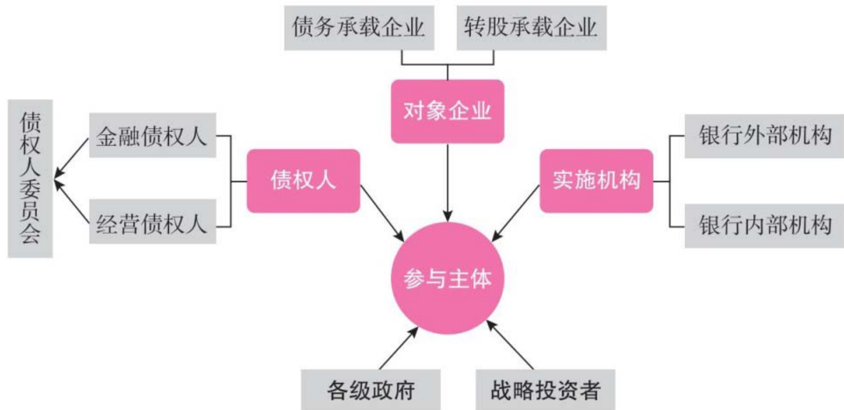


图3-2 市场化债转股的参与主体

1.债权人

持有企业债权的主体统称为债权人，包括金融债权人和经营债权人。金融债权人主要由银行、证券、保险、信托、基金、小贷、租赁、资产管理公司等金融和类金融机构组成；经营债权人主要是企业生产经营过程中，通过借款、往来款、应收账款等持有对企业经营性债权的主体。

通常，企业的债权人都比较多，债务结构相对较复杂，市场化债转股的市场化原则决定了转股债权选择的市场化，既可以是某一笔或几笔债权协议转股，也可以是全部债权一同转股。前者仅需要对象企业、债权银行与实施机构私下协商同意即可，不需要众多债权人采取一致行动；而后者则需要协调全部债权人一致同意、同一条件、同时转股，为达到协调各债权人采取联合统一的行动，需要成立债权人委员会，统一各债权人的意见，平衡各债权人的诉求。市场化债转股的债权人通常都需要通过债权人委员会作为统一主体，参与债转股全程的沟通协调。

（1）债权人委员会的定义

《中华人民共和国企业破产法》中的债权人委员会是指经债权人会议决定设立，代表债权人会议行使监督破产财产管理、处分和分配，提议召开债权人会议等职权的债权人会议常设监督机构。

不同于《中华人民共和国企业破产法》约定的债权人委员会，2016年7月6日，中国银行业监督管理委员会发布的《中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会相关工作的通知》（银监办便函

〔2016〕1196号），对债权人委员会的定义是：债务规模较大的困难企业三家以上债权银行业金融机构发起成立的协商性、自律性、临时性组织。《破产法》与银监会通知下的债权人委员会的对比如表3-2所示。

表3-2 《破产法》与银监会通知下的债权人委员会的对比

对比要素	《破产法》下的债权人委员会	银监会通知下的债权人委员会
发起成立	债权人会议决定是否成立	三家以上债权银行业金融机构自行发起成立
成员组成	由债权人会议选任的债权人代表和一名债务人的职工代表或者工会代表组成，且须经人民法院书面决定认可	债务企业的所有债权银行业金融机构和银监会批准设立的其他金融机构原则上应当参加债委会；非银监会批准设立的金融机构债权人也可以加入债委会
成员类型	个人	主要是债权人机构
成员数量	<9人	不限
职权	监督债务人财产的管理和处分；监督破产财产分配；提议召开债权人会议；债权人会议委托的其他职权	依法维护银行业金融机构的合法权益，推动债权银行业金融机构精准发力、分类施策，有效保护金融债权，支持实体经济发展
事项决策	仅监督，由债权人会议做出决策	重大事项、主要议题由主席单位及副主席单位召开会议共同协商，达成共识后，形成会议纪要。 重大事项的确定，原则上应当同时符合以下条件：①经占金融债权总金额的三分之二以上比例债委会成员同意；②经全体债委会成员过半数同意

（2）债权人委员会的成立

市场化债转股过程中，如需成立债权人委员会，应成立银监会通知下的债权人委员会，由最大债权人或主动发起市场化债转股的债权人牵头成立债委会进行协调。

债权人委员会对市场化债转股的影响关键在于确定合适的牵头人作为主席单位。主席单位既要是最大债权银行之一，又要是具有较强实力和影响力的银行，还要有比较强的组织协调其他银行的能力，还能够与对象企业和实施机构进行切实有效的沟通，并准确领会和把握各级市场

化债转股联席会议的精神。

（3）债权人委员会的工作事项

①职责是依法维护债权银行合法权益，推动债权银行精准发力、分类施策，有效保护金融债权，支持实体经济发展。

②按照“一企一策”的方针，集体研究增贷、稳贷、减贷、重组等措施，有序开展债务重组、资产保全等工作，确保债权银行形成合力。

③按照“市场化、法治化、公平公正”原则开展工作。实施债务重组的，采取多方支持、市场主导、保持稳定措施，积极争取企业发展有利条件，实现银企共赢。

④由债权银行自行发起成立。债务企业的所有债权银行应当参加债委会。设立工作组，负责日常工作。主席单位应以债委会的名义将债委会成立情况、重要事项等及时向银监机构报告。

⑤债委会要明确主席和副主席单位。主席单位由债权金额较大且有协调能力和意愿的一至两家银行担任，副主席单位可以由代表债权金额较大和较小的银行共同组成。其他债权银行按要求出席相关会议。

⑥债委会由企业所在地债权银行组建。涉及央企与重大复杂企业集团的，可以在总行层面组建债委会。

⑦债委会成员应当签署有约束力的法律文件《债权人协议》，内容包括但不限于：债委会组织架构、议事规则、权利义务及共同约定、相关费用等。

⑧按照议事规则开展活动。重大事项、主要议题由主席单位及副主席单位召开会议共同协商，达成共识后形成会议纪要。

⑨债委会重大事项的确定，应当同时符合两个条件：第一，经占金融债权总额三分之二以上比例债委会成员同意；第二，经全体债委会成员过半数同意。

⑩债委会对企业实施金融债务重组的，企业一般应当具备以下条件：企业发展符合国家宏观经济政策、产业政策和金融支持政策；企业产品或服务有市场、发展有前景，具有一定的重组价值；企业和债权银

行业金融机构有金融债务重组意愿。

实施金融债务重组的，可采取协议重组和协议并司法重组方式。应当积极与企业进行协商谈判，研究讨论金融债务重组及债委会的其他工作。

实施金融债务重组的，重组双方围绕重组方式、重组安排及方案内容，开展协商和谈判。主席单位、副主席单位与企业共同研究，形成金融债务重组初步方案后，由主席单位提交债委会全体成员大会讨论，按照议事规则进行表决。表决通过后，发送各债权金融机构和债务企业执行。

为保证企业的正常运营，企业提出的新资金需求有充分理由的，债委会可以通过组建银团贷款、建立联合授信机制或封闭式融资等方式予以支持。

债权银行应当一致行动，切实做到稳定预期、稳定信贷、稳定支持，不得随意停贷、抽贷；可通过必要的、风险可控的收回再贷、展期续贷等方式，最大限度地帮助企业实现解困。

债权银行要将建立债委会的相关工作纳入内部管理体系，建立授权沟通机制，适当下放权限，确保工作高效、有序地开展。

银监督机构依法对债委会和金融债务重组等工作进行指导、协调与监督；支持银行业协会在债务重组等工作中发挥积极作用；鼓励金融AMC、地方AMC积极参与债务重组等相关工作。

2.对象企业

对象企业是指债转股的实施对象，包括债务承载企业及转股承载企业两类企业。两类企业既可以是同一个企业，也可以是不同的两个企业，这决定了债转股的不同类型。

（1）两类企业为同一个企业

当债务承载企业及转股承载企业是同一个企业时，债转股就是在本企业内实施，实施机构直接收购本企业的债权，通过债权出资的方式转为本企业的股权，本企业的债务总额下降，股权数量增加，净资产增

加，负债率明显下降。这是最典型的一种债转股。

（2）两类企业为不同的两个企业

当债务承载企业及转股承载企业是不同的两个企业时，债转股就是在两个对象企业中实施的，将一个企业的债务转为另一个企业的股权。根据两个企业的关系又可以分为以下三种。

①债务承载企业为母公司，转股承载企业为子公司。

此种债转股就是实施机构收购了对母公司的债权，通过以股抵债的方式，实施机构将持有的对母公司的债权转为对子公司的股权。实现母公司债务规模直接下降，负债端金额减少，但其对子公司的股权资产也相应减少，资产端金额同样减少。在减少金额相同的情况下，资产负债率也会有一定程度的下降，但下降幅度相对较小。而对于子公司而言，其资产和负债均未发生变化，对资产负债率没有明显影响，只是其股权结构发生了变化。

②债务承载企业为子公司，转股承载企业为母公司。

此种债转股实现方式有两种：第一，实施机构收购了子公司的债务，直接对子公司实施债转股，母公司再向实施机构定向发行股份，收购实施机构持有的子公司的股权，实现债转股；第二，实施机构收购了子公司的债务后，母公司直接向实施机构定向发行股份，收购实施机构持有的对子公司的债权，实现债转股。

第一种方式对于子公司而言，债务规模直接下降，股本增加，总资产不变，但资产负债率明显下降；对于母公司而言，虽然本身的负债规模没有下降，但合并负债规模下降，合并资产与转股规模同金额增加，资产负债率下降较明显。

第二种方式对于子公司而言，债务规模没有变化，资产负债率不变；但对于母公司而言，虽然合并负债规模保持不变，但因股本增加导致总资产增加，资产负债率下降，只是下降幅度比第一种方式小。

③债务承载企业与转股承载企业为平行企业。

此种债转股的实现方式同样也有两种：第一，实施机构收购债务承载企业的债务并对债务承载企业先实施债转股，后将持有的债务承载企

业的股权置换为转股承载企业的股权；第二，实施机构收购债务承载企业的债务后，以该债权出资，其母公司以其他资产出资，共同设立一个新的转股承载企业。

第一种方式对于债务承载企业而言，负债规模减少，股本增加，资产负债率下降；对于转股承载企业而言，资产和负债均未发生变化；而对于母公司而言，通过合并报表，资产负债率同样实现了下降。

第二种方式下，债务承载企业的资产和负债均未发生变化；但对于母公司而言，通过合并报表，资产负债率有明显下降。

3.实施机构

《商业银行法》规定，商业银行不得直接持有非金融企业股权，因此，本轮市场化债转股须由专业的实施机构来开展实施。根据54号文及《指导意见》的要求，实施机构包括银行内部机构及银行外部机构两大类。

（1）银行外部机构

银行外部机构包括金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型。

其中，金融资产管理公司作为国家法律及相关机构授权从事金融资产管理的专业机构，在债权收购、管理和处置上拥有先进的技术、丰富的经验和独有的工具等，具有专业优势，是市场化债转股最合适的实施机构。金融资产管理公司既包括华融、信达、长城和东方四大资产管理公司，也包括各省、自治区、直辖市人民政府依法设立或授权的地方资产管理公司。

截至2017年6月底，我国已有42家地方资产管理公司经银监会核准，若将筹建中的地方资产管理公司计入在内，则已达到47家；已有14个省级行政区域至少有两家地方资产管理公司，其中广东、浙江、福建、山东四省均已成立3家地方资产管理公司。五大国有银行已相继公告筹建债转股专营子公司，以华融资产为代表的四大金融资产管理公司除凭借自身优势参与债转股外，还通过新设股权投资机构等方式进一步深入参与。目前来看，已初步形成了市场化债转股“4＋5＋49＋N”实施机构体系，如表3-3所示。

表3-3 “4＋5＋49＋N”实施机构

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
		四大 AMC		
1	中国东方资产管理公司	553.63	1999年10月27日	财政部
2	中国长城资产管理公司	431.50	1999年11月2日	财政部
3	中国华融资产管理公司	390.70	1999年11月1日	财政部
4	中国信达资产管理公司	362.57	1999年4月19日	财政部
		五家银行债转股专营子公司		
1	农银金融资产投资有限公司	100.00	获批筹建	农业银行
2	建信金融资产投资有限公司	120.00	获批筹建	建设银行
3	工银金融资产投资有限公司	120.00	获批筹建	工商银行
4	中银金融资产投资有限公司	100.00	获批筹建	中国银行
5	交银资产管理有限公司（暂定名）	100.00	公告	交通银行
		地方 AMC		
		第一批（共5家，2014年8月1日核准）		
1	江苏资产管理有限公司	50.00	2013年5月16日	无锡市国联发展集团持股90%
2	上海国有资产经营有限公司	55.00	1999年9月24日	上海国际集团全资持股
3	广东粤财资产管理有限公司	30.00	2006年9月14日	广东粤财投资全资持股
4	浙江省浙商资产管理有限公司	27.18	2013年8月6日	浙江省国际贸易集团全资持股
5	安徽国厚金融资产管理有限公司	19.50	2014年4月29日	安徽本地民企、上海东兴投资（东方资产管理公司全资子公司）
		第二批（共5家，2014年11月25日核准）		
6	北京市国通资产管理有限公司	10.00	2005年2月2日	北京国有资产经营公司全资持股
7	福建省闽投资产管理有限公司	15.00	2008年11月10日	福建省投资集团全资持股

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
第二批（共5家，2014年11月25日核准）				
8	辽宁省国有资产经营有限公司	10.00	2006年3月23日	辽宁省国资委全资持股
9	重庆渝康资产经营管理有限公司	50.00	2016年6月21日	渝富集团、地产集团、城投集团、水务资产
10	天津津融投资服务集团有限公司	29.16	2013年7月26日	天津市国资委、天津泰达
第三批（共5家，2015年7月21日核准）				
11	广西金控资产管理有限公司	100.00	2013年6月7日	广西金融投资集团、华能贵诚信托、国寿财富
12	山东省金融资产管理股份有限公司	20.30	2014年12月31日	山东鲁信集团30.54%
13	湖北省资产管理有限公司	10.00	2015年2月16日	湖北省宏泰国资投资集团持股71%
14	吉林省金融资产管理有限公司	10.00	2015年2月28日	吉林宏运集团80%，吉林金控20%
15	宁夏顺亿资产管理有限公司	102.00	2015年4月22日	宁波梅山保税港区六鑫木股权投资合伙企业44.1176%，拉萨经济技术开发区碧景创业投资合伙企业44.1176%，宁夏金旭昌实业有限公司7.8431%
第四批（共12家，2015年年底~2016年7月陆续核准）				
16	中原资产管理有限公司	30.00	2015年8月31日	河南省财政厅20%
17	湖南省资产管理有限公司	10.00	2015年12月31日	湖南财信金控集团全资持股
18	河北省资产管理有限公司	10.00	2015年11月24日	河北建投集团65.3%，华夏幸福基业27.2%

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
第四批（共12家，2015年年底~2016年7月陆续核准）				
19	四川发展资产管理有限公司	10.00	2015年1月28日	四川发展75%，四川省国资经营公司20%
20	内蒙古金融资产管理有限公司	20.40	2015年8月7日	内蒙古财政厅及12个地市级财政局
21	青岛市资产管理有限责任公司（山东省第二家）	10.00	2015年9月21日	青岛国际投资有限公司
22	华融晋商资产管理股份有限公司	30.00	2016年2月4日	中国华融资产
23	江西省金融资产管理股份有限公司	13.00	2016年2月29日	江西金控及其本地民企
24	海德资产管理有限公司	10.00	2016年7月4日	海南海德实业全资持股
25	甘肃资产管理有限公司	20.00	2016年3月24日	甘肃省国资投资集团全资
26	厦门资产管理有限公司（福建省第二家）	10.00	2015年12月28日	厦门金圆投资集团全资
27	苏州资产管理有限公司（江苏省第二家）	12.00	2016年5月23日	苏州市国资委21.67%，东吴证券20%
第五批（共5家，2016年11月核准）				
28	黑龙江省嘉实龙昇金融资产管理有限公司	10.00	2016年6月13日	嘉实资本管理有限公司、中晟合银资产管理（北京）有限公司等
29	上海睿银盛嘉资产管理有限公司（上海市第二家）	10.00	2015年6月10日	上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司
30	陕西金融资产管理股份有限公司	45.09	2016年8月16日	陕西省国资委
31	光大金瓯资产管理有限公司（浙江省第二家）	10.00	2015年12月29日	光大集团及其子公司合计持股55%、温州金控35%

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
第五批（共 5 家，2016 年 11 月核准）				
32	华融昆仑青海资产管理股份有限公司	10.00	2016 年 6 月 17 日	中国华融资产
第六批（共 7 家，2017 年 4 月核准）				
33	云南省资产管理公司	10.00	2016 年 12 月 19 日	云南省投资控股集团有限公司
34	海南联合资产管理有限公司（海南省第二家）	10.34	2003 年 7 月 18 日	海南省国资委 53.56%，海南省发展控股有限公司 46.43%
35	湖北天乾资产管理有限公司（湖北省第二家）	20.00	2016 年 12 月 12 日	武汉当代金融控股集团有限公司等
36	兴业资产管理股份有限公司（福建省第三家）	30.00	2017 年 2 月 20 日	兴业国信资产 65%，福建欣福地金融控股 35%
37	泰合资产管理有限公司（山东省第三家）	100.00	2017 年 1 月 24 日	民生投资 46%，山东省国有资产投资控股 25%
38	广西广投资产管理有限公司（广西第二家）	10.00	2016 年 10 月 21 日	广西投资集团金融控股有限公司 20%，其他民企
39	天津滨海正信资产管理有限公司（天津市第二家）	10.00	2016 年 11 月 24 日	天津正信集团等
第七批（共 4 家，2017 年 6 月核准）				
40	宁波金融资产管理股份有限公司（浙江省第三家）	10.00	2017 年 2 月 16 日	宁波金控 40%，邦信资产管理 34%，宁波开发投资 13%，昆仑信托 13%
41	重庆富城资产管理有限公司（重庆市第二家）	15.00	2017 年 3 月 28 日	重庆协信科技 35%，麦启投资 35%，重庆金交所 20%，重庆江北嘴集团 10%

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
第七批（共4家，2017年6月核准）				
42	贵州省资产管理股份有限公司	10.00	2017年8月7日	贵州省金融控股有限公司、贵州贵安金融投资有限公司等
43	深圳市招商平安资产管理有限责任公司（广东省第二家）	30.00	2017年8月16日	深圳市招融投资控股51%，平安人寿39%，深圳市投资控股8%
已设立尚未核准				
44	广州资产管理有限公司（广东省第三家）	30.00	2017年4月24日	越秀金控38%，粤民投22%，恒健控股20%，粤科金融20%
45	辽宁富安金融资产管理有限公司（辽宁省第二家）	10.00	2017年5月9日	瀚华金控，辽宁东立实业集团等
46	安徽省中安金融资产管理股份有限公司（安徽省第二家）	40.00	2017年6月26日	安徽省投资集团77.5%，中润经济发展12.5%，安徽新力金融10%
47	甘肃长达金融资产管理公司（甘肃第二家）	10.00	2017年8月1日	甘肃金控25%，长城资产25%，甘肃盛达25%，其余两家民企合计25%
48	新疆金投资产管理股份有限公司（新疆首家）	10.00	2017年8月28日	新疆金融投资有限公司，申万宏源集团股份有限公司，新疆能源投资有限责任公司，中信国安葡萄酒业股份有限公司，天津骏盟企业管理有限公司

序号	公司名称	注册资本（亿元）	成立时间	主要股东
已设立尚未核准				
49	榆林金融资产管理有限公司（陕西省首家地市级）	—	—	陕西金融资产管理股份有限公司60%，榆林市国有资本运营管理有限责任公司40%
其他实施机构				
N	50余家国有资本投资运营公司	—	—	—
	华融瑞通股权投资管理有限公司	3	2017年1月6日	华融资产孙公司

资料来源：国家企业信用信息公示系统，网络整理。

保险资产管理机构是专门管理保险资金的金融机构，其在管理长期资金投资及股权投资方面具有专业优势。截至2016年12月22日，根据中国保险资产管理业协会的公示，我国保险资产管理机构有34家，如表3-4所示。

表3-4 保险资管机构

序号	机构名称	所属保险公司
1	中意资产管理有限责任公司	中意保险
2	新华资产管理股份有限公司	新华保险
3	人保资本投资管理有限公司	中国人保
4	中国人寿资产管理有限公司	中国人寿
5	华安财保资产管理有限责任公司	华安保险
6	华泰资产管理有限公司	华泰保险
7	安邦资产管理有限责任公司	安邦保险
8	中英益利资产管理股份有限公司	中英人寿
9	太平资产管理有限公司	太平保险

序号	机构名称	所属保险公司
10	阳光资产管理股份有限公司	阳光保险
11	中再资产管理股份有限公司	中再保险
12	泰康资产管理有限责任公司	泰康保险
13	平安资产管理有限责任公司	平安保险
14	友邦保险有限公司中国区资产管理中心	友邦保险
15	国寿投资控股有限公司	中国人寿
16	平安养老保险股份有限公司	平安保险
17	生命保险资产管理有限公司	生命保险
18	中国人保资产管理股份有限公司	中国人保
19	人保投资控股有限公司	中国人保
20	长江养老保险股份有限公司	太平洋保险
21	光大永明资产管理股份有限公司	光大永明人寿
22	民生通惠资产管理有限公司	民生人寿
23	太平洋资产管理有限责任公司	太平洋保险
24	合众资产管理股份有限公司	合众人寿
25	华夏久盈资产管理有限责任公司	华夏人寿
26	长城财富资产管理股份有限公司	长城人寿
27	英大保险资产管理有限公司	英大保险
28	中保投资有限责任公司	—
29	平安不动产有限公司	平安保险
30	建信保险资产管理有限公司	建信人寿
31	百年保险资产管理有限责任公司	百年人寿
32	太平投资控股有限公司	中国太平
33	国寿财富管理有限公司	—
34	北京泰康投资管理有限公司	泰康保险
35	人保远望产业投资管理（天津）有限公司	中国人保
36	百年保险资产管理有限责任公司	百年人寿

国有资本投资运营公司作为国有资本的管理和运营机构，其对投资与管理国有股权具有先天的优势和丰富的经验。目前，中央及各省市正在陆续进行国有资本投资运营公司的重组、新建等。

（2）银行内部机构

银行内部所属机构包括现有符合条件的机构及新设机构。目前，五大国有商业银行已组建专司市场化债转股的实施机构，如表3-5所示。

表3-5 五大国有商业银行已组建专司市场化债转股的实施机构

序号	名称	注册资本	成立时间	所属银行
1	农银金融资产投资有限公司	100亿元	获批筹建	农业银行
2	建信金融资产投资有限公司	120亿元	获批筹建	建设银行
3	工银金融资产投资有限公司	120亿元	获批筹建	工商银行
4	中国银行资产管理有限公司（暂定名）	100亿元	公告	中国银行
5	交银资产管理有限公司（暂定名）	100亿元	公告	交通银行

4.各级政府

54号文对各级政府在市场化债转股中的作用作出了明确的规定，各级政府是市场化债转股的间接参与者和关键推动者，通过制定规则、完善政策、维护秩序、加强监督等系列举措，有效推动辖区内企业的市场化债转股。

5.战略投资者

市场化债转股能否成功实施，关键在于对象企业的脱困计划能否得到有效实施，而光靠对象企业自身往往无法取得预期的效果，必须引入强有力的战略投资者，在市场、业务、资源、资本等方面给予外部支持，提供增量，从根本上帮助企业走出困境，恢复发展。

（二）债转股参与主体的选择

1.债权人的选择

企业的债务多种多样，实施机构及对象企业应根据企业债务的类型及性质，充分考虑债权选择的各项因素，合理选择转股债权。

（1）债权分类

①按债权利息分类。

- 有息负债。有息负债是指企业负债中需要向债权人支付利息的债务，通常，金融负债都是有息负债。一般来说，资产负债表中的"短期借款""长期借款"以及"应付债券"都属于有息负债。另外，"应付票据""应付账款"和"其他应付款"也可能有一部分是带利息的。

- 无息负债。无息负债是指企业不需要向债权人支付利息的债务，通常，经营负债都是无息负债。一般来说，资产负债表中的"预收账款""应交税费""应付工资""应付利息"属于无息负债，而"应付账款"和"其他应付款"也可能有一部分是不带利息的。

市场化债转股的债权既可以是有息负债，也可以是无息负债，但本书建议作为债转股的债权最好选择有息负债，这样既可以降低企业的债务规模，同时也可以降低企业的财务成本，一举两得，可以在更大程度上帮助对象企业减少负担。

②按债权性质分类。

- 金融负债。根据《国际会计准则第32号——金融工具：揭示和呈报》，金融负债定义为："金融负债，是指具有下列契约性义务的任何负债：（1）将现金或其他金融资产交付给另一家企业的契约性义务；或（2）在潜在不利的条件下与另一家企业交换余职工具的契约性义务。"简单来说，金融负债就是企业通过融资形成的带有金融属性（即债权人为金融或类金融机构，具有付息要求等）的负债。

- 经营性负债。经营性负债是指企业在生产经营过程中产生的负债，其区别于金融负债的主要特点是，它不是通过融资产生的以及没有利息。

市场化债转股的债权既可以是金融负债，也可以是经营性负债，本书建议选择金融负债作为债转股的债权。经营性负债与企业经营相关，生产经营过程中会持续产生，也会自然灭失，且经营性负债企业更可控，对企业金融信用的影响也相对较小。

③按债权人主体分类。

- 银行业金融债权。银行业金融债权是指银行业金融机构通过贷款而依法享有的对企业的债权。

- 非银行业金融债权。非银行业金融债权是指非银行业金融机构对企业享有的债权。

市场化债转股的债权既可以是银行业金融债权，也可以是非银行业金融债权，本书建议优先选择银行业金融债权作为债转股债权。这是因为，一方面，银行业受银监会监管，对国发〔2016〕54号文的理解更充分，响应更积极；另一方面，银行业金融机构受监管政策影响，无法直接将债权转为股权，只能将债权对外转让。此外，银行业作为传统的金融机构，经历过上一轮债转股后，更便于协调，形成一致意见。

④按贷款五级分类。

根据中国人民银行制定的《贷款分类指导原则》，商业银行依据借款人的实际还款能力进行贷款质量的五级分类。

- 正常贷款。借款人能够履行合同，一直能正常还本付息，不存在任何影响贷款本息及时全额偿还的消极因素，银行对借款人按时足额偿还贷款本息有充分把握。贷款损失的概率为0。

- 关注贷款。尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素，如果这些因素继续下去，借款人的偿还能力会受到影响，贷款损失的概率不会超过5%。

- 不良贷款。不良贷款是次级贷款、可疑贷款和损失贷款的统称。其中，次级贷款是指借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，需要通过处分资产或对外融资乃至执行抵押担保来还款付息。贷款损失的概率在30%～50%。可疑贷款是指借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行抵押或担保，也肯定要造成一部分损失，只是因为存在借款人重组、兼并、合并、抵押物处理和未决诉讼等待定因素，损失金额的多少还不能确定，贷款损失的概率在50%～75%。损失贷款是指借款人已无偿还本息的可能，无论采取什么措施和履行什么程序，贷款都注定要损失了，或者虽然能收回极少部分，但其价值也是微乎其微，从银行的角度看，也没有意义和必要再将其作为银行资产在账目上保留下来；对于这类贷款，在履行了必要的法律程序之后应立即予以注销，其贷款损失的概率在75%～100%。

市场化债转股的债权不限定债权的五级分类情况，各参与主体可根据实际情况选择不同分类的债权进行债转股。

（2）影响债权选择的因素

①债权转让意愿。

债权人向实施机构转让债权的意愿，是实施机构选择该债权最主要的决定性因素之一，实施机构应在充分了解各债权人的基础上，对各债权人的转让意愿做排序处理，以便有的放矢，有针对性地进行债权收购谈判。

②债权转让价格。

在同等条件下，债权转让的价格是实施机构选择债权的唯一考虑因素，债权转让价格越低，实施机构实施债转股的成本就越低，参与的安全性就越高。

③债权转让数量。

实施机构选择收债的对象越少，谈判越方便，成本越低，实施机构应对债权人持有债权数量进行排序处理，由多到少进行收购谈判。

④债权转让方式。

债权转让的方式多种多样，有协议转让、邀标转让、公开招标转让、挂牌转让等。实施机构应选择转让方式最简单的债权进行收购，以节约成本，增加收购的成功率。

⑤债权转让条件。

债权转让的条件因机构而异，包括对牌照的要求、对付款的要求以及对转让后新增债权的要求等。实施机构应针对不同的条件有选择地实施收购，重点收购条件要求低、可部分留债并同时配合降息、展期等的债权。

2.对象企业的选择

根据《指导意见》，市场化债转股的对象企业是指实施机构将债权转为股权的标的企业。该企业可以是该债权对应的原债务主体，也可以是与原债务主体关联的企业；可以是原债务主体的集团，也可以是集团旗下某个优质板块；可以是某一户企业，也可以是某几户企业；可以是

现有存续的企业，也可以是新设立的企业。

（1）对象企业的协商确定

①参与协商的市场主体。

对象企业由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定，参与协商的市场主体根据对象企业是否是原债务主体来确定。若对象企业与原债务主体不是同一企业，则对象企业的确定只需要实施机构与对象企业实际控制人共同协商确定即可，而原债务主体的债权转让事宜才需要征得银行的同意；若对象企业与原债务主体是同一企业，则对象企业的选择需要实施机构、债权银行及对象企业实际控制人三方共同协商确定。

②协商博弈。

各相关市场主体在协商确定对象企业时存在博弈。对于对象企业原实际控制人来说，既想通过债转股解决企业债务负担过重的问题，实现企业脱困发展，又不想付出太大的代价，因此不愿意拿出或者全部拿出优质的资产或板块作为债转股的对象企业。对于债权银行来说，若其债权对应企业本身生产经营情况较好，债权完全回收的可能性较高，则债权银行不愿意转让或者折价转让债权。对于实施机构来说，既想以较低的折扣收购债权，又想将债权转为生产经营情况较好的优质企业股权。

三方的博弈必须达到一个均衡，才能顺利推进债转股的实施，而要达到这个均衡，各方均应让出一部分利益，达成三方共赢的局面。对象企业原实际控制人应不吝惜将最优质的资产或板块拿出来，同时，实施机构也应允许对象企业中除了优质资产和板块之外，还存在少部分与该板块相关联但目前质量较差，甚至存在一定瑕疵的资产或板块，债转股后通过各板块互动，实现该部分资产转优质或逐步消化该部分资产，以此达到对象企业原股东与实施机构间的利益均衡。债权银行应做实处于问题板块的不良债权并计提足额拨备，实施机构以略高于该不良债权计提拨备后的余额向债权银行折价收购该债权，实现以较低的价格取得对对象企业关联方的债权的同时，债权银行也通过实现拨备回冲体现了收益，以此达到债权银行与实施机构间的利益均衡。债权银行将问题板块的不良债权转让后，对象企业实际控制人可承诺并允许转股脱困后的对象企业与原债权银行再次达成融资合作，且债权银行也同意以较优惠的

价格为对象企业提供资金支持其脱困发展，以此达到债权银行与对象企业实际控制人的利益均衡。

（2）对象企业需要满足三个“较好”的基本条件

①发展前景较好。对象企业应具有较为广阔的发展前景，即使目前处于经营困难，但可通过制订切实可行的改革计划和脱困安排，实现企业的脱困发展。只有这样的企业，实施机构才会愿意将所持有的债权转为该企业的股权，因为这样的企业目前的估值一般都较低，广阔的发展前景让该企业的未来估值有更大的想象空间，实施机构有更高的增值退出的基本预期。

②产业方向较好。作为债转股对象企业的企业其主要生产装备、产品、能力应符合国家产业未来发展的方向，具有先进的技术，产品有广阔的市场，并且环保和安全应能达到甚至操作国家或行业标准。

③信用状况较好。对象企业虽然处于生产经营的困难阶段，但其信用状况依然良好，即便存在债务违约的情况，其违约完全是因为生产经营收入无法完全满足众多债务的偿付而不得已违约的，而非对象企业或对象企业管理层人为故意违约，且未发生转移资产恶意逃废债行为。

（3）三种鼓励类优质对象企业

①因行业周期性波动导致困难且有望逆转的企业。企业经营困难有多种原因，其中行业周期性波动是具有暂时性、客观性的因素，其困难具有普遍性和可逆转性两个特点。该类企业作为对象企业，行业风险必然较低，在行业低谷完成债转股，待到行业逐步回暖，自然可实现增值退出。国家鼓励面向该类企业开展债转股，也在一定程度上反映出国家对该行业的政策支持。实施机构对该类企业进行债转股可在某种程度上减少政策风险。

②因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业。因高负债导致财务负担过重，从而出现经营困难的成长型企业，其困难因素单一，债转股是解决该困难因素最直接、最有效的手段之一，参与各方都可以通过该手段实现互利共赢。

③高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。任何关键性企业，特别是关系国家安全的战略性企业，都

是国家产业政策支持的企业。在产能过剩行业去产能的过程中，关键性企业和战略性企业往往担负着整合行业产能的重任，经过整合后，产能得到控制，行业得到提升，该类企业便是行业中的佼佼者。实施机构在整合前通过债转股进入该类企业，不仅支持了行业减产增效，也得到一个整合前进入的良机。

（4）四种禁止类对象企业

①扭亏无望、已失去生存发展的“僵尸企业”。

②有恶意逃废债行为的企业。

③债权债务关系复杂且不明晰的企业。

④有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

3.实施机构的选择

实施机构的选择主要取决于债权人的选择以及各类实施机构的特点。

（1）债权人的选择

若对象企业的债权人中大多数是有可开展市场化债转股所属机构的银行，则应尽量选择银行内部的实施机构，特别是选择最大债权银行所属机构。若拟转股债权规模特别巨大、涉及较多银行，则可选择由多家银行所属机构作为主要实施机构。若拟转股债权较为分散，或多数债权银行没有符合条件的实施机构，则可选择银行外机构，特别是地方AMC作为实施机构。

（2）实施机构的特点

①银行所属实施机构。银行所属实施机构的最大特点在于两个方面：便于与债权银行沟通，资金筹措方便。

②金融资产管理公司。金融资产管理公司作为专业的债权收购处置机构，具有专业手段、人才及资源。四大金融资产管理公司作为第一轮政策性债转股的直接参与者，已经积累了丰富的经验。地方金融资产管理公司作为各地方的专业性资产管理公司，具有先天的地域优势，可灵

活协调地方政府及各地方资源。

③保险资产管理机构。保险资产管理机构的核心特点在于其资金的额度大、期限长等，该特点非常适合市场化债转股的资金需求。

④国有资本投资运营公司。国有资本投资运营公司的特点是国有资本的运营经验及国有资源的调配，其参与市场化债转股可为对象企业注入强有力的国有资源。

4.各级政府的选择

应根据债转股对象企业的性质和规模大小，选择不同层级的人民政府。

若对象企业是国有或国有控股企业，则应由该国有企业所属地方政府承担相应职责；若规模较大，涉及面较广，可适当上升管辖政府级别。若对象企业是民营或民营控股企业，原则上应由该企业注册地或经营地所在地方政府承担相应职责；若规模较大，涉及面较广，也可适当上升管辖政府级别。

5.战略投资者的选择

战略投资者主要是为对象企业转股后注入新的资产、资源等，因此，战略投资者的选择主要基于该战略投资者可提供的资源有哪些，是否与对象企业相符合，是否能让对象企业实现脱困发展。

二、达成转股意向

市场化债转股的破冰第一步是参与各方达成初步意向，而债转股意向的达成与否，关键在于：首先，对象企业满足债转股的基本条件；其次，市场化债转股能满足参与各方的基本诉求，达到各方互利共赢的局面。

（一）对象企业符合债转股的基本条件

1.生产经营较困难，且债务负担重是其主要原因之一

债转股既可以在正常类企业中开展，也可以在困难企业中开展。本书所讨论的市场化债转股是指通过实施债转股帮助困难企业实现脱困发展，这也是本轮市场化债转股的主要鼓励方向。

对象企业的实际控制股东若不是因为企业生产经营困难，导致无法再继续进行债务融资，是不会轻易选择低价稀释股份的。对银行等债权人来说，只有意识到企业出现经营困难，才会同意将持有的债权对外转让，甚至折价转让；也只有对象企业出现生产经营困难，实施机构才能以较低的价格取得股权，通过债转股降低企业债务负担后恢复企业发展，从而实现股权增值退出。

企业经营困难的原因多种多样，有市场原因，也有经营原因；有可逆转的，也有不可逆转的。符合市场化债转股条件的企业，出现经营困难的主要原因应该是债务负担过重这种经营性、可逆转的原因，通过债转股可直接针对性地解决该问题，释放企业债务包袱，轻装上阵，专注生产与发展。

对于因为根本性、深层次原因而导致亏损，且无法通过改革实现扭转亏损的企业，严禁作为对象企业。

2.发展前景较广阔，具有可行的企业改革计划和脱困安排

作为市场化债转股的对象企业，虽然出现了经营困难，但其未来发展的前景应该是广阔的，经过降债减负、改革脱困，企业便可以重新恢复生机。但作为对象企业的经营管理层级实际控股股东，应提前制订出具有可行性的改革计划和脱困安排，通过剥离辅助、突出主业、精简机构、减员分流、业务协同、结构调整、流程再造、盘活资产等系列措施，彻底实现企业改革脱困。

对于已失去生存发展前景的“僵尸企业”，严禁作为对象企业。

3.产业方向较好，发展符合国家政策

市场化债转股对象企业所处的产业应满足非“两高一剩”、非“夕阳产业”的基本要求。产业发展方向良好，最好是国家政策鼓励的产业，企业主要生产装备先进，技术有优势，产品有市场。最理想的产业是，债转股时刚好处于产业周期性低谷的恢复期，对象企业可以充分分享产业回暖的红利。

对于高污染、高能耗，或者产能过剩、库存居高不下的产业，以及已出现更优质产品、更便宜替代品的夕阳产业，严禁作为对象企业。

4.信用状况较优，无恶意违约记录

拥有一个良好的信用状况，是一个企业能被实施机构接受的必要条件。企业可以因为经营困难等客观原因出现过信用违约，但只要不是故意违约，不存在恶意逃废债等主观违约情形，其信用状况仍可被认为是良好的。

对于存在故意违约、恶意逃废债等不良信用，存在“三角债”“民间贷款”等债权债务关系复杂且不明晰的企业，严禁作为对象企业。

（二）债转股参与主体的基本诉求

债转股参与主体的基本诉求如图3-3所示。

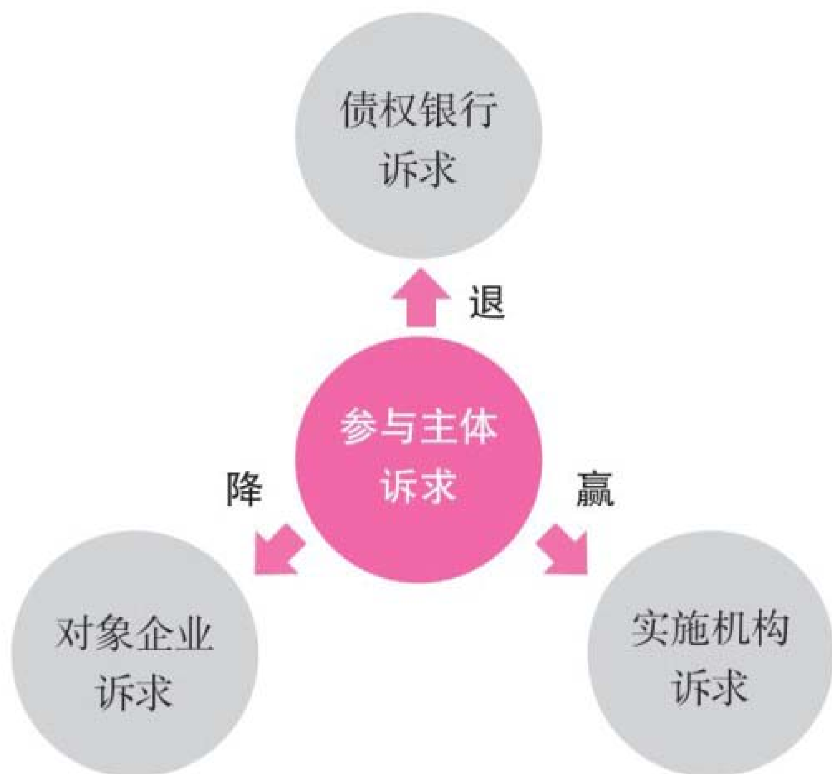


图3-3 债转股参与主体的基本诉求

1.对象企业的诉求

一个字“降”。对象企业希望通过债转股达到降负债、降杠杆、降财务负担，彻底从借新还旧、拆东墙补西墙的“死循环”泥潭中解脱出来，真正专注于生产经营，恢复企业的经营发展，将新增的融资资金用于增量的企业生产，创造出新的利润增长。

2.债权银行的诉求

一个字“退”。面对经营困难的债务人，债权银行最基本的想法就是尽可能实现债权的回收，在可控的范围内尽可能少损失。作为专业的金融机构，特别是银行业金融机构，受金融监管政策限制，不得直接将所持有的债权转为股权，因此，面对债务人偿债困难的现实，将债权以合理的价格向实施机构转让成为理智的选择，关键在于要与实施机构商定一个双方都能接受的合理的价格。

3.实施机构的诉求

一个字“赢”。实施机构开展债转股主要看中的就是对象企业未来的发展前景，希望获取对象企业恢复发展后股权增值的超高额收益。

对象企业基本条件符合、参与主体基本诉求得到满足后，市场化债转股就具备了实施的基础。各参与主体可直接先达成初步债转股的意向，通过签订《债转股意向协议》确定各方的合作，为市场化债转股设定一个终极目标以及一个起步的起点。

三、开展尽职调查

市场化债转股是一项复杂而系统的工程，能否实施、如何实施的关键在于，各方对对象企业全面情况的了解与把握程度。因此，债转股各参与主体都有必要对对象企业进行充分、全面的尽职调查，为债转股实施方案设计提供基础支撑。

（一）尽职调查的必要性

1.各方消除信息不对称的重要手段

市场化债转股各参与主体对对象企业存在信息不对称，各执一词，

只有通过全面的尽职调查，验证各方的认识与假设，达到消除分歧的目的。

2.各方达成交易价格的谈判基础

交易价格是各方谈判的重点，尽职调查的结果为各方谈判提供了一条公允的价值基准线，避免出现离谱的价格偏差，影响谈判效果与进度。

3.各方形成债转股方案的信息来源

债转股方案是债转股实施的具体指导文件，方案的形成建立在对象企业众多现实信息的基础上，通过尽职调查，可以将各种信息归类、汇总，从抽象到具体，方便方案的设计以及参与各方的谈判确定。

（二）尽职调查的类型

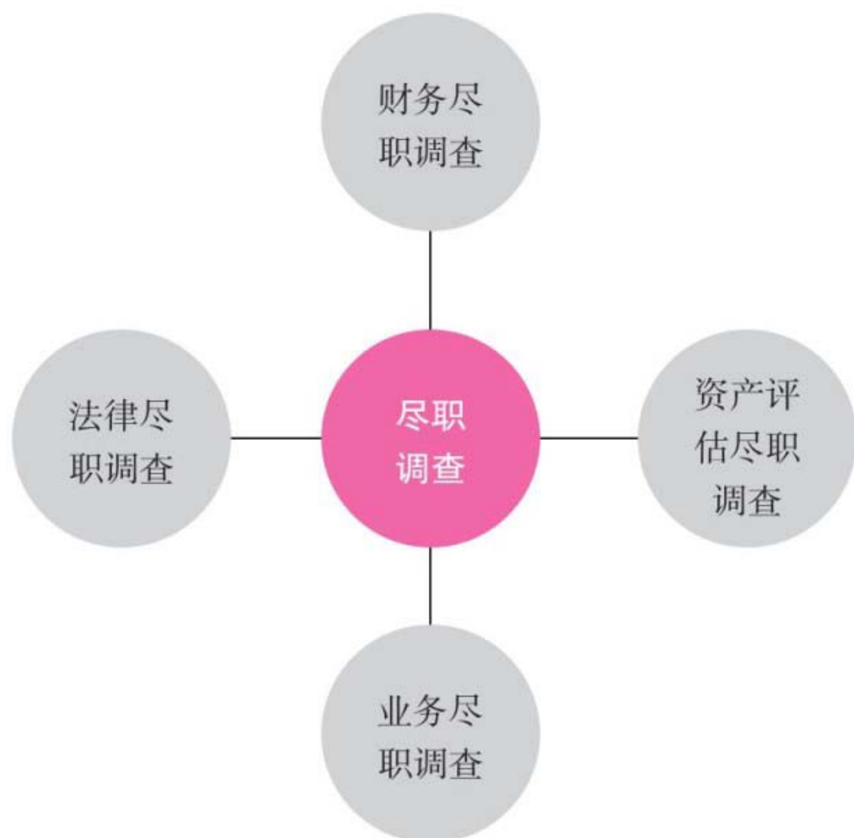


图3-4 尽职调查的类型

尽职调查的类型如图3-4所示。

1.法律尽职调查

法律尽职调查由专业律师承担，主要针对对象企业的合法、合规性及潜在法律风险进行调查取证。

债转股使债权人的身份发生了变化，转股后作为股东，需要对企业经营的合法、合规性承担股东责任，因此，债转股的法律尽职调查显得尤为重要。通过法律尽职调查，既可以了解企业存在的法律问题，进行风险定价和风险评估，同时也可以与原股东对转股前存在法律问题的股东责任进行分割界定，做到风险隔离和风险规避。

2.财务尽职调查

财务尽职调查由会计师和审计师承担，主要针对企业的经营情况、财务情况及资产情况进行尽职调查。

财务尽职调查是债转股各参与主体了解对象企业经营情况的最基本、最直观也是相对客观的手段之一，通过分析企业的资产结构、负债结构、营业收入、成本费用、现金流情况等各方面财务数据，各参与主体就可以基本掌握企业的经营现状。财务尽职调查结果同时也是债转股的实施机构与原债权人进行债权收购价格谈判的基础，金融机构可根据财务尽职调查结果更客观地评定债权的风险等级，为拨备计提和处置价格提供依据。

3.资产评估尽职调查

资产评估尽职调查由评估师承担，主要针对企业资产及整体价值进行尽职调查。

资产评估尽职调查是各参与主体进行转股价格谈判的基础，资产评估结果是一个企业价值的基准线，各参与主体以资产评估价值为基准价，进行转股价格的谈判。

4.业务尽职调查

业务尽职调查主要由实施机构业务团队及专业投顾承担，主要针对

企业业务情况、未来发展计划、发展预测等方面进行尽职调查。

业务尽职调查是各参与主体判断企业价值的基础，业务开展的可持续性、业务发展市场空间决定了企业未来的价值，也是实施机构决定是否参与实施债转股的重要因素。

（三）尽职调查的特点

1.更全面、更深入

市场化债转股兼具债权和股权两类性质，其尽职调查融合了债权投资和股权投资两类业务的尽职调查特点，既要关注短期偿债能力，又要关注长期价值增长，因此，市场化债转股的尽职调查要比其他尽职调查更加全面、更加深入。

尽管实施机构收购债权的目的是进行债转股，但在收债后转股前，仍要考虑到若转股不成或不转股，作为债权人其债权回收的可能性，包括正常回收和破产清算回收。因此，相比正常的债权投资，债转股对偿债能力的尽职调查更侧重于收债后短期内的偿债能力。对中长期的偿债能力，在不影响企业经营的情况下，可较少关注。

对于企业长期价值增长这一方面，一般的股权投资，多数是通过增资的方式，注入更多资本金实现企业价值增资，其尽职调查仅需关注企业经营情况对资本金的敏感性；而债转股的尽职调查除应关注资本金敏感性外，还应更多地关注在维持现有资本金不变的情况下，减轻负债对企业经营的影响。

2.参与主体更多

一般的尽职调查多数是买方尽调，即债权投资的债权人或股权投资的投资人对融资人进行尽职调查；而市场化债转股的尽职调查参与主体除了买方尽调（即实施机构对对象企业的尽职调查）外，还有卖方尽调（即对象企业原股东对对象企业的尽职调查）甚至三方尽调（即原债权人对对象企业的尽职调查）。实施机构作为债转股的直接参与主体，是对象企业债权和股权的买方，应对对象企业做全面的尽职调查；对象企业原股东，特别是控股股东，为了摸清对象企业的实际情况，为价格谈判、债转股方案设定提供依据，会对对象企业进行尽职调查；对象企业的原债权人在出让债权前，也会对对象企业进行尽职调查，以便设定其

债权转让基准价格，与实施机构进行债权转让谈判。

众多参与主体在进行尽职调查时，可选择联合尽调、分开尽调和共同委托尽调三种方式进行。为了达到各方都认可尽调结果且时间和效率最高的目的，建议选择共同委托尽调的方式，列出各方都认可的尽职调查服务机构，进行公开招标评选，选出合格的第三方尽职调查服务机构开展尽职调查，同时配合各方公司内部的尽职调查团队进行联合尽调或分开尽调，完成有效而快速的债转股尽职调查。

（四）尽职调查的实施

实施机构作为市场化债转股的实施主体，也是债转股资金提供者及风险承担者，有必要对对象企业开展全面、充分、细致的尽职调查。开展尽职调查，主要是验证市场化债转股是否能真正帮助企业摆脱困境、恢复发展。

1.尽职调查的目的和意义

对对象企业开展尽职调查的目的是全面掌握对象企业的实际情况，为债转股的实施提供客观的依据。全面而详尽的尽职调查有利于实施机构准确、真实、完整地了解企业的情况，有利于实施机构提出切实可行的债转股方案，是市场化债转股成功与否的决定性因素。

2.尽职调查的主体

市场化债转股的尽职调查全面而复杂，融合了债权融资时对偿债能力的尽职调查和股权投资时对未来发展的尽职调查，全面而专业，因此，市场化债转股的尽职调查主体除了实施机构的项目组外，几乎包含目前全部中介机构，包括专业领域投资顾问、财务顾问、律师事务所、会计师事务所、资产评估公司，有些甚至包括提前介入上市辅导的证券公司等。各尽职调查主体及其关注重点如表3-6所示。

表3-6 各尽职调查主体及其关注重点

尽调主体	尽调重点
实施机构项目组	对企业的全面情况进行直观、初步了解，分析尽调关键点及需由专业中介通过进一步尽调核实的情况，统一协调组织各中介机构的尽职调查工作
专业领域投资顾问	主要针对企业生产经营状况、技术状况、行业发展情况及发展趋势、企业在行业中所处地位、行业竞争情况等方面开展尽职调查
财务顾问	主要就企业历史经营及财务情况进行梳理，结合投资顾问的尽职调查结果及会计师财务尽职调查结果，对企业未来的经营及财务情况进行预测
律师事务所	对企业存续期合法合规性、资产及债权债务等可能存在的潜在法律风险开展尽职调查
会计师事务所	主要针对企业历史财务状况开展尽职调查
资产评估公司	对企业核心资产、债务对应抵质押物等进行价值评估
证券公司	对标企业上市标准，对存在的问题进行梳理

3.尽职调查的方式

①审阅文件资料。通过对公司工商档案、历史财务报告、会计凭证、业务文件、法律文本等各项资料进行审阅，发现企业存在的异常情况及重大问题。

②参考外部消息。通过网络、行业杂志、行业研报、业内人士、行业咨询公司等信息渠道，了解公司及其所处行业的情况。

③访谈相关人员。直接与企业内部高级管理人员、核心岗位人员、技术骨干等各层级人员、相关中介机构、供应商和客户进行充分访谈、沟通及交流，获取第一手资料。

④实地调查走访。查看企业厂房、土地、设备、产品和存货等实物资产。

⑤函证、分析性复核。通过会计函证、分析性复核取得验证性资料。

4.尽职调查的基本流程

尽职调查的基本流程如图3-5所示。



图3-5 尽职调查的基本流程

5.尽职调查的内容

尽职调查的内容如表3-7所示。

表3-7 尽职调查的内容

序号	尽调内容	尽调事项	关注要点
1	历史沿革	了解企业从设立以来股权、名称、注册资本、法定代表人、住所、经营范围、公司章程等历次变化	企业设立以来的流程、材料是否完备，是否存在不合法的变更及重大法律问题
2	股权结构	了解企业目前的股东构成，向上追踪出资人情况，向下溯及参控股子、孙公司及其合作出资方	关注企业股东构成情况及股东出资人中是否存在代持、违法违规出资等情况；关注企业下属参控股子、孙公司持股比例及合作出资方是否存在疑似违法违规情况
3	组织架构	了解企业内部治理情况、管理人员情况	关注企业内部治理的完备性、合理性，是否存在严重的管理漏洞；关注企业管理人员的专业性及人员架构的合理性
4	业务情况	了解企业业务构成情况及主营业务发展情况，了解支持业务发展的相关业务资质情况	关注企业经营业务是否符合法律法规及规范性文件的规定；各业务板块构成是否合理；业务板块间是否相辅相成；主营业务有哪些等
5	资产状况	了解企业资产构成及资产现状	关注企业资产构成、资产价值、资产现状；是否存在瑕疵；无形资产价值的合理性等

6	重大债权债务	了解企业债权构成及债务构成、重大债权债务情况	关注企业债务规模、负债率、债务构成的合理性；重大债权特别是应收账款中股东占款情况、法律瑕疵情况、应收账款回收可能等；重大债务可延续情况、抵质押情况等
7	税务及政府补贴	了解企业执行的税种、税率及享受的税收优惠，以及政府补贴情况	关注企业报税及缴税的合法合规性；税收优惠政策的可持续性；历史税务处罚及潜在税务处罚情况；政府补贴的合法合规性及可持续性
8	关联交易	了解企业关联方及关联交易情况	关注关联交易的比例，关联方、关联交易的公允性、合理性等，特别是控股股东通过关联交易的占款情况
9	同业竞争	了解企业的竞争环境	关注企业竞争对手发展情况、企业的竞争优劣势等
10	公司治理情况	了解企业法人治理结构建立情况	关注企业“三会一层”法人治理结构的完备性、董监高人员匹配情况
11	劳动保护及社会保险	了解企业用工情况及保险缴纳情况	关注企业员工数量、年龄结构、教育水平、职称情况；劳动合同签订情况，是否有违反劳动法的用工情况；《劳动法》规定的基本保险缴纳情况，是否存在未缴、欠缴、漏缴、少缴等违法情况

序号	尽调内容	尽调事项	关注要点
12	公司的环境保护和产品、技术标准	了解企业环保办理及执行情况、安全生产及产品技术合规性情况	关注企业环保手续办理情况、环保执行情况，是否存在手续不齐、执行不严等违法违规情况；是否发生过环境违法处罚情况；安全生产手续是否齐全，是否存在安全生产隐患及潜在安全生产风险；产品技术、质量标准是否符合相关规范
13	诉讼、仲裁或行政处罚	了解企业涉诉、涉罚情况	关注企业涉及诉讼的数量及缘由；未结案件情况及潜在败诉影响；受到行政处罚的情况、执行情况及潜在影响
14	技术与专利	了解企业产品技术及持有专利的情况	关注企业产品技术的有效性、先进性；关注企业持有专利的情况，是否存在专利争议；技术和专利是否具备核心竞争力
15	行业与市场	了解企业所在行业与市场的发展及趋势情况	关注企业所处行业总体发展情况、发展阶段及发展趋势；关注企业在行业中所处的地位，是否具有行业影响力；所处行业的政策影响等
16	财务会计资料审计	了解企业真实财务情况	关注企业真实财务情况与提供财务资料的差别；企业财务处理的合法合规性；是否存在财务造假等违法行为

序号	尽调内容	尽调事项	关注要点
17	财务情况分析与预测	了解企业未来的发展预测情况	关注企业未来的成长性、盈利能力、偿债能力、现金流情况等
18	转股增资可行性	了解企业债转股增资的可行性	关注债转股的法律障碍、政策障碍及操作障碍等
19	IPO 可行性	了解企业未来上市的可行性	关注企业在主体资格、规范运行、财务与会计条件等方面与上市标准存在的差距；差距存在的原因；解决差距的可行性等
20	主要资产价值评估	了解企业整体价值评估情况	关注企业各核心资产评估价值与账面价值、市场价值的差异及形成原因

四、达成转股共识

各参与主体在尽职调查的基础上，根据各自的意愿达成债转股的基本共识，同意以债转股的方式对对象企业债务进行重组，帮助对象企业恢复发展，达到各参与主体共赢的目的，具体类型如图3-6所示。

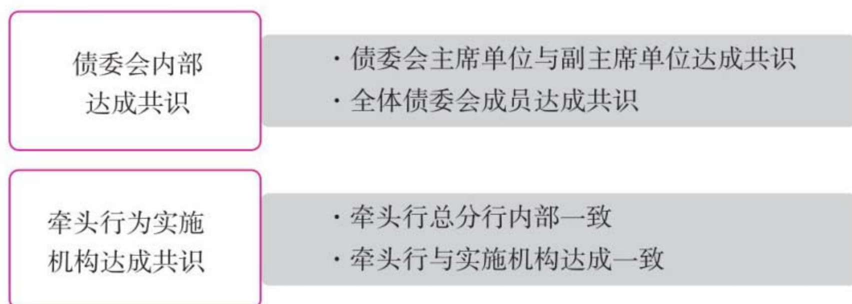


图3-6 债转股参与主体达成转股共识的类型

（一）债委会主席单位与副主席单位达成共识

债委会控制着债转股中“债”的一端，而债委会主席单位和副主席单位是债委会的主要决策单位，只有主席单位和副主席单位之间达成了债转股的共识，将债转股事项作为重大事项，才能上报债委会全体审议。因此，主席单位与副主席单位之间达成共识是关键。

（二）牵头行与实施机构达成共识

银行虽持有债权，但因受相关法律法规的限制，不能直接将债权转为股权，需要将债权转让给实施机构进行转股。因此，牵头行作为债权的卖方，必须与实施机构达成债转股共识。因为很多银行可以作为实施机构的附属机构，它们一般都隶属总行管理，所以牵头行负责债转股的分行与实施机构达成共识的关键在于取得总行的统一协调。

五、争取资源支持

各参与主体达成了债转股的基本共识后，如何推进债转股的落实，核心在于外部资源的支持，包括政府政策资源、财政资源、税务资源、股东资源及战略投资者资源等。只有引入外部资源的支持，才能体现出股权的价值，吸引银行、实施机构达成债转股的实施方案。

（一）政府政策资源

政府对企业的支持直接体现在政策支持上，如产业政策、人才政策、环境政策、配套政策等。政策的倾斜支持，可以使对象企业转型到政策大力支持的产业方向，享受更好的人才政策、更宽松的发展环境以及更便捷、完善的配套设施，有利于对象企业在实施债转股后，恢复快速发展，实现企业的发展生机，做强、做优、做大。

（二）财政资源

财政政策对债转股的支持主要包括财政补贴政策和税收优惠政策。财政补贴政策是指政府直接提供一定金额的财政补贴资金，该资金可以直接补贴给对象企业，给企业一定的资金支持，也可直接或通过财政引导基金为实施机构提供资金，降低实施机构资金成本。税收优惠同样可以组合使用，比如直接向对象企业或实施机构提供税收返还、税收减免、税率优惠等税收政策支持。

（三）股东资源

对象企业原控股股东应将旗下控制的优质资源，无偿地或以优惠价格注入对象企业，做大对象企业的经营收入，实现对象企业的股权增

值。

（四）战略投资者资源

战略投资者作为真正的外部资源提供者，具有重组内部资源、整合外部资源的优势，其资源的注入对于对象企业而言具有战略意义，也是对象企业能否真正脱困并实现发展的关键。

六、中介谈判协商

中介机构是整个债转股参与主体中唯一独立的第三方主体，其意见都是客观中肯的，但要使债转股顺利实施，各参与主体要与各中介机构进行沟通协商，使中介机构的客观意见能符合债转股的要求，各参与主体的利益诉求能通过中介机构的方案设计达到相互平衡。

七、确定转股方案

《指导意见》鼓励各类实施机构公开、公平、公正竞争开展市场化债转股。在确定实施债转股前，需要对方式、路径、规模、节点进行有序规划，确保稳妥有序实施债转股。《商业银行法》第四十三条规定，商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。

《指导意见》指出，本轮债转股应当由实施机构实施债转股。由贷款银行向实施机构转让债权，债权转让的方式可以是批量公开、单户协议转让的方式。实施机构作为对象企业的债权人，与对象企业通过市场化自主协商将债权按照平等商定的方案转为对象企业股权。债转股的实施机构按照体系分类可分为银行内部体系和银行外部体系，银行外部体系包括金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型；银行内部体系则包括其符合《指导意见》规定的所属机构。

开展实施债转股，必须要包括充分利用现有符合条件的所属机构，

以及积极申请设立符合规定的新的银行体系内所属机构，便于多途径、多元化、多类型地开展债转股。债转股的方案是根据对象企业不同的行业属性、企业类型、债权银行的转股目的或目标，以及实施对象的企业类型、转股目标等诸多不同因素综合考量设计的。其前提主要基于对象企业的基本情况较为良好。第一，发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；第二，产业方向较好，主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；第三，信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录，只是受到经济下行压力致使所在行业面临困境。综合目前市场上已经出现和正在实施阶段的债转股的情况，可将其归纳为以下三种实施情形。

（一）银行所属机构交叉实施

银行向非本行所属实施机构转让债权实施，不同银行通过所属实施机构交叉实施。此类实施是由银行体系内的实施机构自主实施的。既有A银行所持有的对象企业的金融债权，又有B银行的所属机构对其开展实施债转股。该种交叉实施通常具有一个前提：B银行同样持有A银行所持有的对象企业的金融债权，而B银行所持的对象企业金融债权远大于A银行所持有的对象企业的金融债权，且B银行对该对象企业的有关情况和信息的掌握度及对对象企业的掌控度远强于A银行。因此，由B银行的所属机构对对象企业开展债转股更有利于债转股的实施，更容易取得预设效果。

（二）实施机构竞争实施

各类实施机构公开、公平、公正竞争实施。此类竞争实施是由各银行的所属机构对同一对象企业实施竞争性债转股，即A、B、C、D等多家银行均持有对Z对象企业的金融债权，而这些银行持有的对Z对象企业的金融债权的金额差异不大，且均看好Z对象企业转股后能实现预期目标，为对象企业扭亏为盈、瘦身健体、提质增效。竞争性债转股的实施，通常选用邀招标的方式实施，具体由一家银行的实施机构开展。

（三）实施机构之间合作实施

各类实施机构之间合作实施，实施机构与私募股权投资基金等股权投资机构之间合作实施。此类合作实施不仅限于银行所属的实施机构，也包括金融资产管理公司、地方资产管理公司、保险资产管理公司、国

有资本运营公司及社会投资者等机构。上述各实施机构对于其认可的对象企业均有主导债转股或参与债转股的动力。充分运用市场化运作原则，银行、实施机构、社会投资者以及对象企业通过债转股的操作实施，来实现各自的预定目标。例如，银行向金融资产管理公司转让债权，实现洁净转让；金融资产管理公司与银行体系外实施机构联合对对象企业实施债转股，通过私募股权投资基金等股权投资机构，以发起设立基金的形式实现收债资金社会化募集，合理运用金融杠杆，实施债转股。

八、履行银行流程

债转股实施机构收购银行持有的转股对象的金融债权后，可以在对转股对象进行充分调查评估后，根据《指导意见》的规定，与债务人进行充分市场化磋商，确定转股对象，并履行银行转股程序。首先，转股对象的确定有以下三种。

①可以选择对对象企业直接实施债转股，也可以选择对对象企业的出资企业实施债转股，或对对象企业的下属公司实施债转股，又可以由控股股东转到对象企业的关联企业实施债转股，还可以与实施机构一起新设公司。

②既可以是上市公司，也可以是非上市公司。对非上市公司实施债转股可以根据该公司的实际股权架构情况以及对象企业的资产板块情况灵活选择，实施债转股。如果对象企业是上市公司，则可以参考券商的标准业务EB债（可转换债）和ED债（可交换债中的设计原理和操作模式），与转股对象商定转股方案实施债转股。

③既可以是国有企业，也可以是非国有公司，还可以是未上市混合所有制企业。债转股的实施未对对象企业的性质进行约束，可以进行市场化自由选择。

市场化债转股的对象企业转股后的股东，不一定是实施机构，也可以是法律规定和允许的其他机构——因为转股是技术操作层面的问题，而转股后则是市场化运作股权的商业手法。也就是说，实施机构对对象企业成功实施债转股后，可以向企业投资人转让转股后所持股权实现退

出，对象企业的转股股权由股权受让方来承接。所以，债转股后对象企业的股东大致有以下三类。

①既可以是单独一家实施机构，也可以是多家不同类型的实施机构。

②既可以是银行内部的所属机构，也可以是银行外部的金融、地方和保险AMC，以及国有资本投资和运营公司。

③银行既可以利用现有所属机构，也可以新设所属机构。

上述三种转股股东的类型是实施机构收购银行持有的对象企业的金融债权，对对象企业实施债转股后，自持对象企业的股权。这类债转股是对象企业单纯地将债权与对象企业的股权按市场化原则协商出每股转股价后，将债权转为相等金额的股权进行自持。实施机构在收购债权前，应当对债权有充分的调查与了解。

（一）金融债权的账面价值

金融不良资产具有资产和债权的双重性质。资产具有一定的价值，可用货币标准进行衡量。它的具体反映就是每一笔信贷资产的借款本金及其利息通过财务账册的记录反映出来即为它的账面价值。从债权的角度解释，它是一种权利，法律上的权利具有相对应的法律关系和标的物，而它映射到金融不良资产当中的具体指向就是单笔借款的借贷法律关系和合同标的。因此，金融债权的账面价值就是该笔金融贷款债权的未偿贷款本息合计金额。

（二）金融债权的价格与价值

金融债权的成本主要在于两个方面：资金成本和管理成本。管理成本无非是对不良资产原始档案凭证的存放，对相关实体权利和司法权益的维持。金融债权最大的成本在于资金成本，资金成本就是金融债权从银行转让给实施机构的交易金额，也就是剥离的价格。

对于剥离时的金融债权价格和价值的认识，应当从转让双方，也就是银行和实施机构这两者的不同立场和角度去理解。在市场经济行为和金融交易中，逐利是经济主体的本质和本性。然而，更为重要的是，正是因为它们的本质和本性，推动了市场经济和金融交易在整个宏观经济

和国民经济中的改革和发展，使得实体经济的建设发展以及金融市场的体制完善进入了良性循环的轨道，并且为实体经济主体带来了更为丰富的融资平台和发展机遇，同时，也为下一步的经济、金融体制改革搭建了基础，提供了方向。这种战略层面的价值不是单纯的金融资产转让价格所能体现的。同样，在市场化债转股中，金融债权转让只是迈出了第一步。因此，金融债权的转让价格不是金融资产的价值，仅仅是债转股所产生的社会价值中的一小部分。

（三）影响收购价格的因素

1.账面余额

账面余额是指金融债权的贷款合同签订后，银行根据贷款企业的借款期限、约定利率、逾期利息及还款记录，通过计算再从账面反映出来的余额，分为本金及利息。

2.担保余额

担保财产分为保证担保、抵押担保以及质押担保等。贷款时附加这些抵抗风险的保证措施，其根本目的就是为了确保该笔贷款不至于发生不良。而一旦贷款发生不良，这些措施就成为该笔贷款保值的基础因素。

保证担保主要指担保人为该笔贷款提供的一般保证责任或连带保证责任。这种保证可使银行就该笔债务的追偿不仅限于对主债务人的追偿。在法律上，债权人可行使还款请求权的对象就有两个或多个，从风险角度分析，这属于增加风险承担者，以减小总体风险。

抵押担保可以是主债务人或担保人以及第三人提供的动产或不动产的财产保证措施。动产主要是生产设备、办公设备、货物，以及车辆、船舶等。不动产则主要是国有土地使用权、商铺、厂房、住宅等。在这些财产中，动产会因折旧产生不同程度的价值贬损；而不动产随着近年房地产市场的不断升温，价格也越来越高，因此，其所对应担保的金融债权项目的价格也会随之提高。

质押担保是指通过主债务人、担保人或第三人向银行提供某种质押，常见的有股权、承兑汇票、仓单、提单等。质押担保可以为该笔贷款降低风险，增加发生不良后的救济途径，并提高救济效益。

上述金融债权的价值因素只是实施机构收购金融债权时的参考基础。其对后期转股方案的设计、转股操作过程中发生的费用成本以及转股和退出时限等因素的综合累计，才是决定金融债权收购价格的终极因素。

（四）转股的成本和盈利

“压缩成本，扩大盈利”是企业长久、稳定、健康发展的基础。扩大盈利需要整合企业的各部门和各项社会资源，并且有良好的发展战略。而压缩成本则是一门技术活。通俗一点讲，就是省钱。在日常生活中，我们很多人都热衷于在菜市场上，与商贩进行几毛钱、一两块钱的讨价还价。这就是压缩成本，只是这个压缩的幅度太小。就企业而言，压缩出来的成本越多，企业的投资资本就越大，盈利也就越高。所以，实施机构对债转股成本的控制同样应当重视。

金融债权收购的成本越高，其最终的转股成本必然高涨。成本当中所占比例最大的当然是收购的成本，而这部分通常是现金。债转股实施机构对成本的控制犹如金融资产管理公司对不良资产收购的成本控制。银行自1999年第一批剥离政策性资产后，对后续打包出售的资产包的定价越来越高，直接导致资本市场，特别是资产管理公司的处置成本大幅上升。因此，在本轮市场化债转股中，银行提高转让价格，实施机构压低收购价格是必然的博弈，而收购是必须的第一步，所以收购价格偏高也就是实施机构必需承担的结果。

九、签订转股协议

转股协议的起草及签署是债转股流程体系中最为重要的环节。在经历漫长的谈判过后，一切都将落地。这时协议中必须有确定的转股价格、股份数量等关键交易要素。协议中应当对转股定价有基本的定义。并且，这些都是通过相应的调查、评估而得出的公允计算方式和结果。

（一）价格与确定

债转股转股价格的确定是债转股实施的基础和核心。应该有完整的转股估值模型和基础数据及资产支撑。国有上市或者非上市公司转股价格，经批准，允许参考股票二级市场交易价格，或者参考竞争性市场报

价或其他公允价格确定。转股价格的确定，其首要前提是对债权资产的评估定价。对转股对象债务的评估定价，其实质就是对转股对象的偿债能力进行基础分析，主要由尽职调查来完成。

①法律尽职调查。该调查主要通过外聘律师事务所就不良资产中的各类法律文件及法律关系作出专业分析整理，包括对债权债务关系、涉诉状况、时效状态、权利存续状态等是否存在瑕疵的分析及处理意见；对保护债权权利的各类法律文书、公告等文件的整理及出具该项目的完整调查报告。资产管理公司对于法律尽职调查报告所反映的问题，可以及时采取相应的司法救济措施及后续处置方案。

②财务尽职调查。该调查由有会计审验资格的会计师事务所对不良资产债务企业的历年财务报表、验资报告、上市公司年报及会计凭证等文件进行审计，查看债务企业是否存在注册资本不实、抽逃转移注册资本或其他恶意逃避债务等行为。资产管理公司通过财务尽职调查报告可以基本判断该企业是否具备可持续经营能力及偿债能力。

③实物资产尽职调查。实物资产尽职调查主要通过对债务企业名下资产的现状进行调查整理，包括房产、股票、债券、存货、生产设备等。对于房产、土地使用权等，需要通过评估公司对其现时价值进行评估；对于生产设备等，需要依据保养状况、损耗情况进行折旧估价；对于存货，需要根据销售时长及市场需求等作出合理估价。

通过上述尽职调查，可以对对象企业的债务进行基本的评估定价。

（二）评估与验资

①用以转为股权的债权，应当经依法设立的资产评估机构评估。对该债权的评估，主要是基于对有抵押物的债权进行资产评估。

②应当经依法设立的验资机构验资并出具验资证明。我国众多的企业在实际经营中，都或多或少地存在问题。这就需要实施机构聘请的审计机构尽心尽责地对财务会计报表进行分析。

如果某一会计年度的某一个科目出现重大变化，且这种变化是极不符合常规或者市场化经营的客观现象的，那么该科目极有可能出现抽逃注册资本，制作虚假债权债务以转移资产，或者虚假关联交易逃税、转移资产等违法现象。

③当事人在债权转股权过程中应对债权的真实、合法、有效性提交相关承诺书。

④债转股公司登记信息和违法行为处罚结果，必须依法予以公开，任何人都可以申请查询。

本轮债转股充分尊重各债转股参与方以及原债权银行的意愿，采用市场化、法治化的原则进行。政府不得干预债转股的具体实施或以行政命令的方式直接操作债转股。所以，《指导意见》明确了政府职责是加强和改进服务与监督，要求国家发改委、中国人民银行、财政部和银监会等相关部门与单位加强全过程监督检查，即归集、整理市场化债转股相关信息并进行分析研究。因此，市场化债转股在完成转股意向和方案后，应当完成信息报送，并遵循以下原则。

①真实原则。债转股要求按照市场化原则进行。债转股的各参与方及债转股对象企业等的基础信息、债权信息、资产信息、转股途径及方案目的等信息的报送必须遵循真实原则，以有利于各参与方在信息对称的基础上开展债转股。

②及时原则。在报送相关信息的同时，应当遵循新闻报送的原则，及时报告债转股的最新变化情况和转股的进展情况，便于债转股主管机构及时掌握最新动向，及时予以良好有效的指导，督促债转股工作的开展。

③充分原则。债转股的信息报送应当施行充分报送原则，目的是使主管机构能够全面了解债转股的真实现状和进展，避免出现重大误报、漏报事项给债转股工作的推进造成障碍、影响甚至经济利益的损失。

债转股的信息报送不是给自身套枷锁，而是为了更快、更好地实施和推进。真实、充分、及时地向主管机构报送信息有利于债转股在推进过程中获得政府和相关主管机关的关心与支持，有利于债转股项目的整体推进，也有利于主管机构收集债转股过程中存在的问题和漏洞。一旦发现问题和漏洞，主管机构可以及时研究上报，必要时还可以以政策或指导意见等形式出台相关文件和政策引导债转股有序稳妥地推进。同时，为更好地开展债转股各项工作，要建立完善信息报送制度；还应当充分发挥国务院部际联席会议机制的作用，这更有利于政府相关部门营造良好的债转股环境。

①完善功能定位，明确职责权利。更深一步地明确国务院部际联席会议的功能定位、运行机制和议事规则，细化各成员单位的职责、目标任务、工作计划安排等，拟订市场化债转股试点要求、操作细则。

②制定意见，急用先行。部际联席会议机制的成员单位可按照各自的职责和监管领域，在考虑各种配套政策的融合和衔接前提下，尽快通过对现有涉及债转股政策层面的法律法规进行逐条梳理，拿出意见制定配套务实管用的支持政策，经联席会议机制研究通过后由各部门印发实施。

③统筹协调，分级指导。部际联席会议可指导各省、自治区、直辖市成立省级联席会议机制，成员单位除涵盖部际联席会成员单位对应的地方部门外，可结合地方实际适当补充。省级联席会议机制负责落实中央政策法规，制定地方性配套政策，协调债转股过程中出现的具体问题，及时向部际联席会反映地方试点的情况和提出相关意见建议，这有利于债转股信息的上传下达。

④把消除各市场主体的观望情绪作为试点初期的重点工作之一。选择各市场主体诉求最多的重要领域和关键事项，尤其是税收政策、财政引导、资金筹措、资产交易、考核办法等方面，尽快出台干货政策，为试点开局创造良好的环境和条件。

⑤通过发挥两级联席会议机制的作用，做好市场化债转股试点项目指导和报备管理等工作，提高试点效率和效果。在试点申报上实行两级报备制：央企试点项目由参与的牵头实施机构直接向国务院部际联席会议申报备案；地方试点项目先申报至省级联席会议办公室，无异议后，再由省级联席会议办公室向国务院部际联席会议办公室转报备案。

试点项目一般涉及多家实施机构，牵头报备实施机构的报备顺序如下：首先，由涉及的债权银行的附属实施机构作为申报主体；其次，没有债权银行附属实施机构的，以拟收购债权最多的实施机构作为申报主体；最后，实施机构间进行协商，确定牵头申报主体。

确定债转股的债权收购资金来源是决定债转股能够落地的核心关键，没有资金来源，任何完美的方案都是纸上谈兵。实施机构收购银行转让债权的资金，由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集。主要方式和渠道有以下几种。

①面向社会投资者募集。依法依规面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金，包括各类受托管理的资金。依托私募股权投资基金、信托产品、资管计划产品，引导合格社会投资者投资至债转股。

②发展混合所有制。引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。通过与实施机构新设公司发展混合所有制，集合民间资本的优势和管理及运营商的灵活先进经验为对象企业注入活力。增强对象企业的自身经营能力。

③发行金融和企业债券。发行专项用于市场化债转股的金融债券，探索发行用于市场化债转股的企业债券，并适当简化审批程序。用安全性较高的企业债券和债转股专项债券，引入低成本资金进入债转股领域，切实为对象企业降债减负去杠杆，促进债转股实施。

④财政激励引导。根据需要，采取适当财政支持方式激励引导开展市场化债转股。利用优惠政策为债转股营造良好环境。

十、办理转股手续

债转股企业应依法进行公司设立或股东变更、董事会重组等，完成工商注册登记或变更登记手续。债转股方案拟定并通过后，应当在通过原对象企业的章程约定表决程序后，根据法律规定依法进行股东变更登记。债转股方案中约定的对象企业和股东之间的有关权利义务，必须落实到变更后的对象企业工商登记资料章程中，便于实施机构顺利实施转股后期方案。涉及上市公司增发股份的，应履行证券监管部门规定的相关程序。债转股的目的是要使面临暂时性困难的企业通过实施债转股的方式扭亏为盈、提质增效、降债减负。应建立、加强约束与审批机制，对对象企业实施一系列现代化的企业管理制度，完善对象企业的公司法人治理，规范公司运营，从而使对象企业步入良性的发展轨道。约束制度主要基于以下六个方面。

①在债转股协议中，债转股的相关实施机构主体应对对象企业的未来债务融资行为进行规范，共同制订合理的债务安排和融资规划，对资产负债率作出明确约定。主要包括以下几方面：

- 资金来源和用途；
- 资金成本和规模；
- 增信措施；
- 资金使用计划与监督管理；
- 对对象企业经济指标的现时及远期影响；
- 建立投资者适当性管理制度，对投资者参与市场化债转股设定适当资格与条件，鼓励具有丰富企业管理和重组经验的机构投资者参与市场化债转股；
- 完善个人投资者适当性管理制度，依法建立合格个人投资者识别风险和自担风险的信用承诺制度，防止不合格个人投资者参与市场化债转股投资和超出能力承担风险。

②规范债转股企业和股东资产处置行为。虽然债转股并非单纯地发起和设立公司，但债转股实施后，实施机构根据《公司法》的有关规定完成工商注册变更登记后便依法享有对对象企业的股权，可依法行使股东权利。应通过对公司章程的变更，详细约定对象企业对公司资产的处置行为。其原则主要基于以下几点：

- 是否有利于公司长远发展；
- 是否有利于公司实现盈利；
- 是否符合公司主营业务；
- 是否存在损害股东利益的行为；
- 是否存在违反法律法规的禁止性规定；
- 是否有利于实现债转股目标。

③债转股的对象为国有企业的，其债转股方案作为公司重大事项，必须根据对象企业的法人治理结构，按照对象企业的现有章程规定，报党委会审议，总经理办公会、董事会、股东会的审批。需报其所属国有资产监督管理机构审批的，应当逐级报批。需报证监会审批的，应当按

照法律法规的要求报批。《指导意见》指出，股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等私募股权投资基金形式可以参与债转股方案的实施，这对私募股权投资基金行业是重大利好。

④鼓励各类投资者通过股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等形式参与企业兼并重组。加大对企业兼并重组的金融支持。通过并购贷款等措施，支持符合条件的企业开展并购重组。允许符合条件的企业通过发行优先股、可转换债券等方式筹集兼并重组资金。进一步创新融资方式，满足企业兼并重组不同阶段的融资需求。

⑤鼓励包括私募股权投资在内的多类型实施机构参与开展市场化债转股。《指导意见》指出，除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权。银行将债权转为股权应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。鼓励金融资产管理公司、保险资产管理公司、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股；鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。

⑥鼓励各类实施机构公开、公平、公正竞争开展市场化债转股，支持各类实施机构之间以及实施机构与私募股权投资基金等股权投资机构之间开展合作。债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金，包括各类受托管理的资金。

十一、加强股权管理

转股后的股权管理决定着项目债转股的后续生命周期，需要精雕细琢，以能够融合新老股东共同意志，能够实现共同目标的股权管理方式来进行。既要灵活可行，又不能放任对象企业不管不顾。对此，《指导意见》在债转股营造良好氛围的制度方面作出了相关规定，对转股后的股权如何管理、如何管好起到了借鉴作用。

①加快健全和完善多层次股权市场。加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制。研究全国中小企

业股份转让系统挂牌公司转板创业板相关制度。规范发展服务中小企业的区域性股权市场。支持区域性股权市场运营模式和服务方式的创新，强化融资功能。

②推动交易所市场平稳健康发展。进一步发展壮大证券交易所主板，深入发展中小企业板，深化创业板改革，加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，依法保护投资者权益，支持符合条件的企业在证券交易所市场发行股票进行股权融资。

③创新和丰富股权融资工具。大力发展私募股权投资基金，促进创业投资。创新财政资金使用方式，发挥产业投资基金的引导作用。规范发展各类股权类受托管理资金。在有效监管的前提下，探索运用股债结合、投贷联动和夹层融资工具。

④拓宽股权融资资金来源。鼓励保险资金、年金、基本养老保险基金等长期性资金按相关规定进行股权投资。有序引导储蓄转化为股本投资。积极有效地引进国外直接投资和国外创业投资基金。

对于企业的制度建设以及激励政策的设计与施行，应当注意结合转股对象企业的经营现状与短期目标的实现，做到以下几点。

①推动企业改组改制，形成市场化经营机制，提高企业经营管理水平。从对象企业的架构设计、程序管理、事务管理、业务管理、人事管理、财务管理等方面接轨市场化程度高的同业企业。

②健全公司治理结构，合理安排董事会、监事会和高级管理层，建立健全决策执行监督机制。各决策机构分工明确、任务清晰、配合有序，做到不交叉决策。

③加快企业所处行业的重组与整合，加大对企业剥离社会负担和辅业资产的支持，稳妥做好分流安置富余人员的工作。对实施剥离的资金来源、使用计划、过程安排，以及对安置人员的科学合理分流，列出详细安置计划。

④按规定享受企业重组相关税收优惠政策。

⑤采取适当的财政支持方式激励引导。

债转股对象企业的“两制”建设关系到债转股的实施机构及对象企业

和对象企业原股东是否能够按计划顺利实现转股目标。这是债转股实施后的首要问题，要做好以下两点。

①形成经营机制。通过市场化债转股的实施，推动企业改组改制，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制，提高企业的经营管理水平。

上述行为是为实现债转股的目标而服务的，企业的改组改制不是为改而改。改组后的制度要符合现代企业管理制度，抛开原有的僵化体制、延后机制和拖沓的决策机制。要形成透明、高效、无缝对接的资金管理制度，提高资金的使用效率，合理匹配资金杠杆。

②健全制衡机制。债转股企业要健全公司治理结构，合理安排董事会、监事会和高级管理层，建立权责对等、运转协调、制衡有效的决策执行监督机制。

债转股的转股对象并不是某一实施机构的个人后花园和提款机。债转股实施后，必须建立起各股东之间、公司内部决策机构之间的有效制衡和监督管理机制。防止出现以权谋私、损害股东利益、侵占公司资产的行为。同时，又要明确责任，责任到人，层层传导压力。防止各决策机构之间推诿扯皮，阻碍公司发展。债转股的股权管理应当注意避免在上一轮政策性债转股中出现的问题并吸取教训。在政策性债转股中，至今仍有转股后的股东不能正常行使股权权利、享有股东权益的情况。要保障实施机构享有《公司法》规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。

因此，本轮市场化债转股应当首要遵循法治化原则。依法进行债转股，从法律层面确认对象企业作为转股后的股东所应当享有的股东权利和权益，并根据转股方案行使好股东权利。根据《公司法》的规定，公司股东具体享有以下权利。

①股东身份权。《公司法》规定，有限责任公司成立后，应当向股东签发出资证明书；有限责任公司应当置备股东名册。

②参与决策权。《公司法》规定，股份有限公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构。股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。股东大会做出决议，必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是，股东大会做出修改公司章程、增加或者减少注

册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

③选择、监督管理者权。《公司法》规定，股东大会选举董事、监事，可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议，实行累积投票制。

④资产收益权。《公司法》规定，应当分配当年税后利润时，应当提取利润的10%列入公司法定公积金，并提取利润的5%至10%列入公司法定公益金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的50%以上的，可不再提取。公司的法定公积金不足以弥补上一年度公司亏损的，在依照前款规定提取法定公积金和法定公益金之前，应当先用当年利润弥补亏损。公司在从税后利润中提取法定公积金后，经股东会决议，可以提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金、法定公益金后所余利润，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。

⑤知情权。《公司法》规定，股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。

⑥提议、召集、主持股东会临时会议权。《公司法》规定，董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的，监事会应当及时召集和主持；监事会不召集和主持的，连续90日以上单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以自行召集和主持。

⑦优先受让和认购新股权。《公司法》规定，经股东同意转让的出资，在同等条件下，其他股东对该出资有优先购买权；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。

⑧转让出资或股份的权利。《公司法》规定，股东持有的股份可以依法转让。股东转让其股份，应当在依法设立的证券交易场所进行，或者按照国务院规定的其他方式进行。

十二、实现股权退出

债转股实施后，实施机构可以选择自持股权，待对象企业经营正常

后通过分红或转让股权达到转股目的实现收益；也可以在转股完成后，即刻通过转让股权的方式实现退出。这里所讲的股权退出包含前述两种退出。仅以转让退出为例，则有以下几种。

①IPO上市退出。此类退出为实施机构将所收购自银行的金融债权转股后通过债转股后对对象企业的管理运作，在将对象企业推动IPO上市成功后实现退出。

②直接转让退出。直接转让退出是一个较为宽泛的概念。只要债转股完成后，依法办理了工商变更登记，实施机构成为法律上的合法股东，就可以依法对外转让股权。可以以公开形式，也可以以协议转让方式进行；可以溢价转让，也可以平价或折价转让，但平价和折价转让并不符合实施机构的转股初衷。

③洁净退出。洁净退出是指实施机构或后续持股方以彻底转让的方式让渡股权，与债转股对象企业再无法律上的股权关系。

④间接退出。对于这类退出，通常实施机构或后续持股方仍是债转股对象企业法律意义上的股东，但因其对该股权设定了法律上的质押权或远期转让/对赌等权利性条款，或出现委托持股等情形，则设定的法律条件成就，或债权人形式质押权，则该类股东直接退出。

⑤上市公司股东通过发行可转换债券实现退出。实施机构如果对上市公司实施债转股，则其可通过与证券公司合作发行ED债（可交换债）的方式，通过对债券的设计达到减持（退出）的目的。

可交换公司债（EB）是指由上市公司法人股东（有限责任公司或股份有限公司）以持有的上市公司股票为基础资产发行的一种含有转股权的公司债券。在债券存续期内的一定期限内（转股期）若触发转股条件，则债券购买人可以选择按照条款约定将所持债券交换成股东所持有的上市公司股份，债券发行人则相应免除换股部分债券的本息偿付义务；债券到期若未触发转股条件，则债券发行人偿付债券本息。

EB的交易结构概要如图3-7所示。

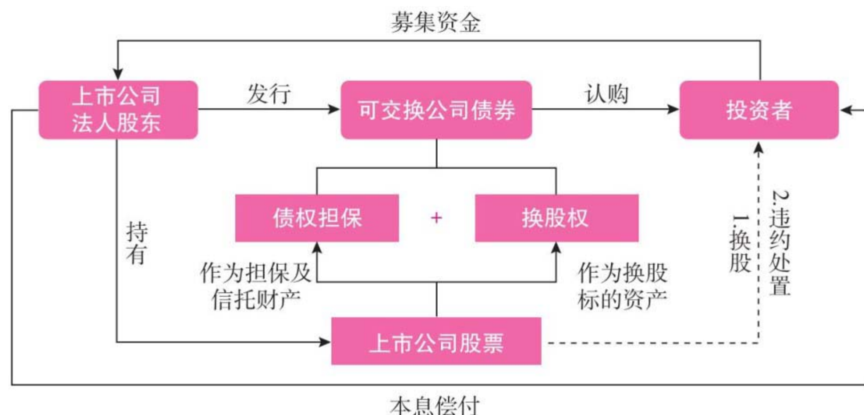


图3-7 EB的交易结构图

由于EB是带有转股权的债券，这就使得EB成为一种兼具股权属性和债权属性的金融工具。对于上市公司股东而言，相比单纯的债券融资或股权质押融资，EB可以通过转股条款的具体设计更加精准地满足自身或融资，或减持，或股权管理的目的。

所谓股权属性（股性），是指投资者在触发换股条件时可以根据相关条款将持有的债券按约定的转股价格交换成发行人（上市公司股东）持有的上市公司股票，博取股票二级市场投资的股性收益，而发行人则无须偿付已换股部分债券的本息。

同时，EB发行也有利于股票市值管理，如果EB的换股价设定相比发行时溢价处于合理水平，同时股票基本面良好，则EB发行也可以传递出股东对于二级市场价格水平的信心。

债转股转股后的股权退出需要根据债转股的详细方案来进行操作。也就是说，债转股的股权退出在转股方案设计时便已经定下来的，即“以退订投”。首先设计好退出路径——是IPO退出还是转让退出，还是阶段性持有，分步退出；或者以对赌协议形式，参考EB债券的方式实现隐形退出。

在退出方式确定后，需要对退出路径中涉及的资金方的投资资金回流设计回流渠道。例如，转股资金来源于私募股权基金，则基金的收益要求是股权还是投资收益，需要根据投资人的最初目的设计退出方案。这类设计通常还包括证券公司的资管计划、信托公司的信托计划。此类信托计划通常是资金信托计划，尤其以集合资金信托计划居多。

既可以就持有新公司股权问题在债转股协议中设置退出约定，又可以在公司发展良好的情况下选择继续持有公司股权，还可以选择原股东采用股权回购、股权转让等方式退出。

①既可以预先约定，也可以连续持有。

②既可以对外转让，也可以由原股东回购。

③既可以并购与交易退出，也可以系统挂牌与IPO退出。

对于具体的退出情形，至少有以下三种。

①有退出预期的。实施机构可以与债转股企业协商约定所持股权的退出方式。

②为上市公司的。债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定。

③为非上市公司的。可利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。

第三节
成功债转股需处理好十大关系

债转股是债权人与有偿债困难的对象企业之间的一种和解。通过将请求权（债权）转变为对对象企业的部分所有权，从而帮助对象企业缓解流动性风险和财务压力，并支持对象企业脱困转型是债转股的初衷。然而，债权人本身的情况都是错综复杂的，既有金融机构，又有非金融机构；对象企业所在行业也是广泛分布于制造业、矿产采掘、钢铁冶金等，其行业周期、面临的困难、具体的诉求均有不同。因此，成功债转股的核心在于处理好实施过程中存在的“关系”，归纳起来有以下10个方面，如图3-8所示。

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
正确处理降杠杆与降成本的关系	正确处理真实负债率与报表负债率的关系	正确处理好金融负债与经营性负债的关系	正确处理“好苹果”与“烂苹果”的关系	正确处理有效资产与低效无效资产的关系	正确处理增量与存量的关系	正确处理资金、资产与资本的关系	正确处理债转股与明股实债的关系	正确处理账面价值与市场价值的关系	正确处理上市退出与非上市退出的关系

图3-8 成功债转股需要处理好的十大“关系”

一、正确处理降杠杆与降成本的关系

降杠杆和降成本是从不同渠道降本增效，两者相辅相成；现在的降是为了将来的升，是为了将来更好地发展。杠杆的降低能够使成本的总量得以降低，而降成本又能使杠杆的效用更好地发挥，将来能够更好地发展，提升经营效率和效果。在具体实施债转股时，应如何正确处理上述关系呢？这就需要分析清楚杠杆的形成原因、降杠杆的具体路径和其对应的各项成本。

（一）杠杆的成因

在企业诞生的最初阶段，是由股东向企业投入资金或资产形成原始

净资产，并用于实现发起人的经济目的。当企业的所有者或者经营者认为原始净资产不足以支撑该经济目的的实现，且预期实现该经济目的所产生的收益将高于获取其他主体资金使用权而承担的成本时，就会向其他主体举借债务，用于自身生产经营。企业的经营管理者通过举债形成的资产和原始净资产的和就是企业的总资产，也就是管理者能够调动的用以实现经济目的的可计量的资源总和。原始净资产通过举债而放大成为总资产的放大倍数就是市场上普遍提到的“杠杆”。

如图3-9所示，“杠杆”的初始成因虽是来源于经营目的，但随着企业的生产经营发展、战略调整转型及经济周期变化等因素的影响，又会出现因经营决策错误或市场变化等导致的流动性困难。企业为了保护资金链和银行信用被迫举借新债来偿还旧债的本息，从而产生新增杠杆，并不断地自我放大，造成恶性循环。弄清杠杆的形成原因后，我们就能有的放矢地寻找降杠杆的途径。

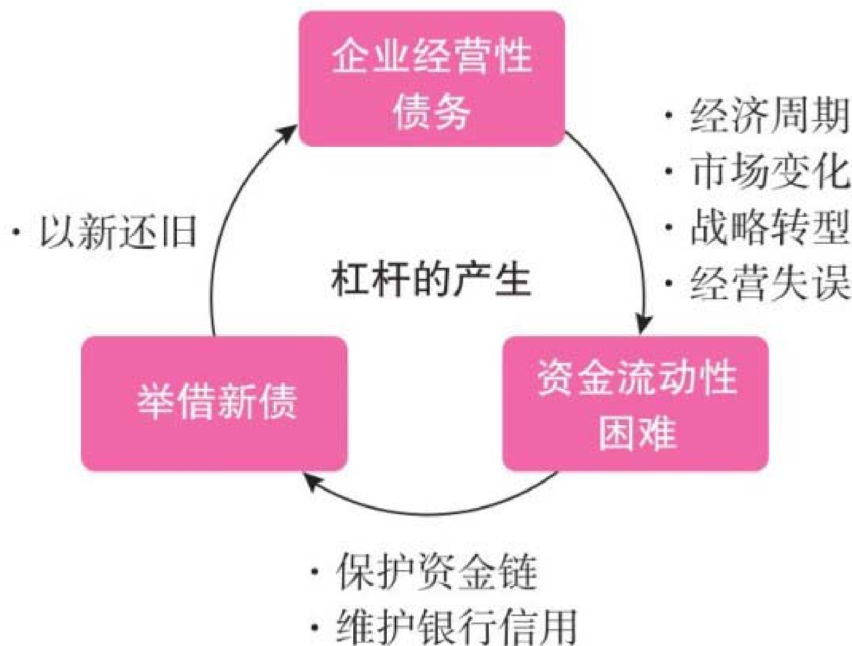


图3-9 杠杆的产生

（二）降杠杆的途径

总结起来，降杠杆基本有以下七大途径，如图3-10所示。

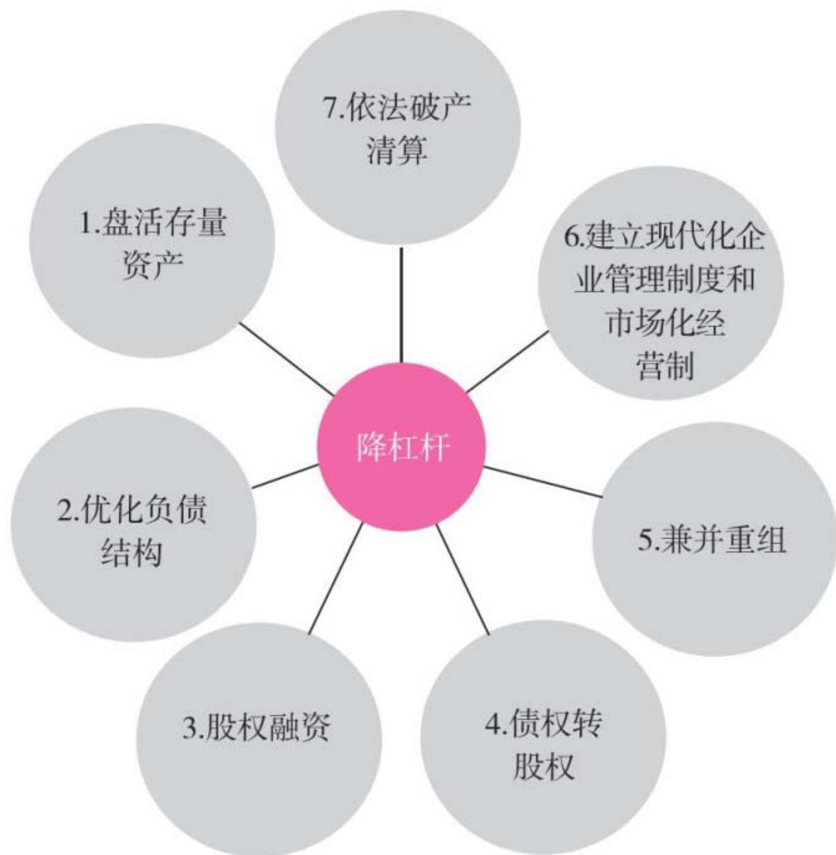


图3-10 降杠杆的七大途径

①通过盘活存量资产，增加分母的方式来降低杠杆率。例如，企业将闲置的房屋资产对外出租，并采用公允价值计量将其核算为投资性房地产，从而增加资产价值，降低负债率。

②优化负债结构。企业根据自身经营发展需求，合理配置长短期负债，增加直接融资的比例，加强债的资本属性。例如，发行永续债、可转债等。

③运用股权融资。各类企业应解放思想，开阔视野，合理运用各项金融创新工具服务于本身的融资需求。此处所说的股权融资既包括增资扩股、IPO等传统股权融资方式，又包括诸如类REITs型的非杠杆股权融资方式。

④实施债权转股权。债转股能够使企业在降杠杆的过程中取得立竿见影的效果，快速降低负债率。

⑤开展兼并重组。兼并重组过程中应选择负债率较低的企业进行并购，若负债率高则应该先进行债务重组等方式降低负债率后再行兼并。发起兼并的企业也应使用并购基金等金融创新工具，降低并购过程中的杠杆使用。

⑥建立健全现代化企业管理制度和市场化经营体制。此法可以有效遏制杠杆率上升的恶性循环，也可以有效降低企业的负债率。

⑦依法破产清算。对于“僵尸企业”和无效资产应依法进行破产清算，核销核减资产和负债，彻底退出市场。

上述七条降杠杆的途径对于任何一家企业来说均属于经营决策的重大事项，稍有不慎就会产生严重的后果。所以，应积极稳妥地降杠杆。

（三）需要降低的七项成本

有了降杠杆的七条途径，相应地也有对应需要降低的七项成本，如图3-11所示。

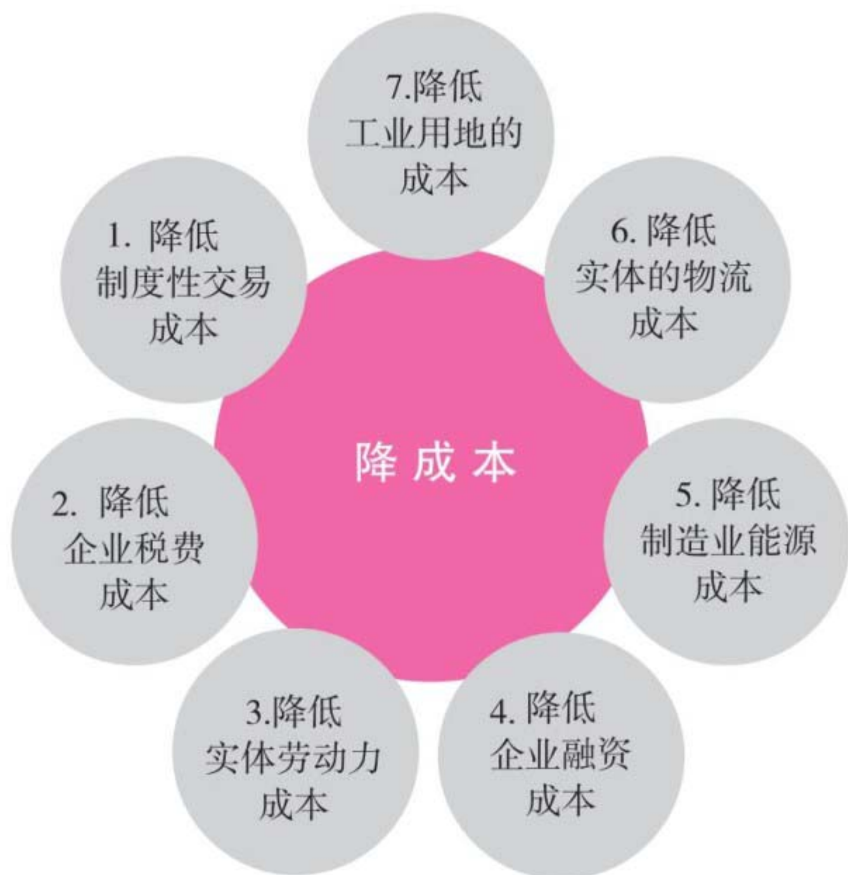


图3-11 与降杠杆对应的七项降成本

①降低制度性交易成本。

②降低企业税费成本。政府近年来不断改革税收体制，降低企业各项税费成本，减少税收环节，避免重复征税。

③降低实体劳动力成本。国家和政府应更多地为工人阶层提供各项保障和福利，降低实体劳动力成本。

④降低企业融资成本。在各项成本中，企业融资成本最直接也最庞大。政府可继续出台各项宏观调控政策，引导资金脱虚向实，降低企业融资成本。

⑤降低制造业能源成本。通过技术升级、补贴等方式开发新能源和清洁能源，逐步形成规模效应，降低制造业能源成本。

⑥降低实体的物流成本。

⑦降低工业用地的成本。政府应多措并举降成本，减轻企业产供销各个环节的负担。

二、正确处理真实负债率与报表负债率的关系

企业的报表负债率是会计上根据历史计价原则所反映的已经形成的杠杆率。由于会计计量是历史成本计价原则，所以报表负债率是静态的，也是过去的。而真实负债率，是在专项审计的基础上清产核资，并对资产进行评估，回到对资产的原始定义，评价其未来可以产生的现金流，从而估计其真实价值，挤干水分——以负债比上真实的资产价值来确定企业实际的负债水平。由此可知，真实的负债率是动态的，也是将来的。要获得真实的负债率必须做实五个方面：做实资产、人员、权益、业务、负债。不同的主体看待负债率的态度截然不同。站在债权人的角度，希望负债率越低越好，风险也会随之降低。站在投资人的角度，企业适度负债是有好处的，合理利用财务杠杆且利息能够在税前扣除，使得投资人以较少的股本支配企业较多的资源。站在经营者的角度，希望充分利用借入资金给企业带来的益处，并尽量降低财务风险。因为负债是刚性的，而资产是弹性的，故而做好资产价值就是降低负债率。负债率应在不发生偿债危机的情况下，尽可能地高，其适宜水平为40%～60%。

三、正确处理好金融负债与经营性负债的关系

金融负债是指基于某些特定合同义务的负债，通常与向其他单位交付现金或金融资产及未来可能用自身权益工具或衍生金融工具进行结算等定义相关。因涉及金融工具定义及会计准则的要求，此处并非本书讨论重点，故暂不讨论其准确定义，只是简单将其理解为企业因融入资金向金融机构形成的负债。经营负债是企业在经营中因经营性业务而非融资业务形成的负债。金融负债与经营性负债相比，具有单笔金额相对较大，期限较长，需要承担成本（带息）的特点；而经营性负债通常具有单笔金额相对较小，期限短，无成本等特点。

企业在日常生产经营活动中应处理好两者之间的关系，严格根据资产现金流的性质和回收周期匹配负债。对于投资性、长周期的需求，主要运用金融负债；对于经营性、零时性的需求，运用经营性负债，切忌短贷长用。即使是流动性金融负债，也应切实考虑铺底流动资金需求以及销售周期、收款周期等因素，谨慎使用。同时，做好资金管理和流动性，根据市场情况和企业财务状况及时调整负债的规模、结构和周期。目前，很多陷入困难的企业基本都存在短贷长用的情况。部分企业为了保证银行信用或应对市场周期变化，往往举借流动资金贷款或短期借款，但在资金充裕时又进行其他投资，而未及时还债，造成资产的现金流与负债的现金流严重不匹配。故在实施债转股过程中，应主要选择短期金融负债实施转股。因为经营性负债是随着日常经营中不断滚动产生和消化的，一旦企业通过改革创新、产业升级和债转股等降债减负手段，使得生产经营好转，经营性负债自然就会降低。反之，若无法改善经营效率和效果，即使运用债转股降低了经营性负债，它也依然会随着业务量的增长而恢复。而长期性金融负债是与企业投资段的回收现金流相对应的，并且对于企业当期的流动性压力并不大，所以，实施债转股最好的选择是短期金融负债。

四、正确处理“好苹果”与“烂苹果”的关系

如果将企业集团看作一堆苹果，那么集团中优质良好的板块、企业、项目和投资就是“好苹果”，而低效无效的板块、企业、项目和投资就是“烂苹果”，暂时困难但还有转型脱困希望的板块、企业、项目和投资就是“坏苹果”。这是根据坏苹果法则——烂苹果常常会使整筐苹果都坏掉。现实中，企业集团因竞争战略、规模效应或者产业链布局等多种原因而不愿舍弃“烂苹果”，不停地为其输血，有时，甚至向好企业抽血来给坏企业续命，导致集团整体越陷越深。要想成功实施债转股，实现降杠杆的目的，就要正视债转股只是手段、工具，而不是目的。企业本身应首先坚持集中资源、以点带面，促进集团优势主业发展，同时拿出改革方案、脱困安排，增强银行的信心，并勇于释放诚意，提炼优势，吸引投资者。做到清除烂苹果，保护好苹果；整治坏苹果，变成好苹果；维护好苹果，争取青苹果。

五、正确处理有效资产与低效无效资产的关系

债转股对象企业的资产可以分为有效资产和低效无效资产：有效资产来源于盈利好的板块、良好的企业、优质的项目、正确的投资；低效无效资产主要是由“僵尸”空壳企业、历史遗留问题、开办社会职能、去库存去产能而产生的。有效资产只有得到股东单位、实施机构、债权银行、重组方的一致认可，才能成功实施债转股，否则只能放弃。在推进债转股的过程中，对象企业应在前期做好准备，主动拿出有效资产，并提前沟通各方参与主体，说服各方共同认可；而不是总想着解决低效无效资产的问题，认为只要解决这个“包袱”，就能自主享受有效资产的收益，实现脱困转型。对象企业要站在整体层面考虑，摒弃甩包袱的思想，主动拿出有效资产，带动化解低效无效资产。

六、正确处理增量与存量的关系

存量是指对象企业转股前期已经存在的债务。针对存量债务，主要采取还债、留债、转债、折债的手段进行维护，需要多措并举，合理分配各种方式的债务规模。增量是指对象企业收债转股后还要继续发展的追加投入。增量主要是由重组方、银行端、资本市场等共同解决，对象企业需要利用好增量。只有维护好了存量，才能让投资者相信对象企业也可以利用好增量。否则，存量的今天就是增量的明天。盘活存量能够有效促进和转换成增量，利用好增量能够置换存量并更好地维护存量。增量也好，存量也罢，均需要做好企业才能够实现目的。

七、正确处理资金、资产与资本的关系

对于债转股而言，归根结底起源于价值。只有有价值的企业，才能吸引资金来投。资金投入后会形成资产，而做实债权才能体现资产的价值。债权转股后，资产又转换成了资本，即股权。弄清资产和资本的概念有助于更深地理解三者之间的关系。资产是指由企业过去经营交易或各项事项形成的，由企业拥有或控制的，预期会给企业带来经济利益的资源。资本是指投资者投入企业用于生产的基本生产要素，即资金、厂

房、设备、材料等物质资源。而资本最常见、最易计量的表现形式就是资金。由此可见，资金、资产与资本的关系是以资金为媒介相互转换的。当资金、资产最终转换为资本的时候，股权的真实性也决定了债转股实施的成功与否。

八、正确处理债转股与明股实债的关系

讨论股权的真实性主要是为了明确如何处理好债转股与明股实债的关系。首先，我们来看市场化债转股的五种主要运作模式。

①基金模式。通过基金工具来实施债转股，将原来资产负债表上的负债变成了权益类中的少数股东权益。

②发股还债模式。企业增发股份，募集资金后用于偿还债务。

③置换转股模式。

④收债转股模式。由实施机构直接收购债权，再转为股权。

⑤以股抵债模式。在部分上市公司破产重整案例中，常用资本公积转增资本并以股抵债。债权人的受偿是得到股票。

上述五种模式虽然在债权定价及股权定价上有一定区别，但基本都是真实股权，转股完成后通常要履行股东权利，完善公司治理，发挥股东作用。而明股实债的操作模式，是基于对原股东的信任，实施机构只获取固定回报，并不主动参与管理。在债转股与明股实债的选择上，要结合企业的实际情况，考虑明股实债能否延长债务期限，能否降低综合成本，能否促进当前经营，能否助力未来发展，能否弥补所有成本等各项因素，选择合适的模式降低杠杆率。

九、正确处理账面价值与市场价值的关系

在明确了债转股的重点是企业的价值后，我们来进一步探究如何理解企业内在价值。围绕资产负债表，有以下四种主要价值表现。

①原始价值，又称历史成本。一项资产在当初取得时实际发生的成本，会计核算的历史成本原则要求将原始价值作为资产的入账价值。

②账面价值，又称折余价值。一项资产的原始价值减去已计提折旧后的余额。

③市场价值，又称实际价值。一项资产现时在市场上实际所值的价格；或者假设把该项资产拿到市场上去交易，它最可能实现的价格。

④公允价值，又称公允市价。针对一项资产，买卖双方在公平交易的条件下和自愿的情况下所确定的价格。

报表的直接表现是账面价值，而账面价值是以历史成本为基础进行计量。但当企业做好经营，提升内在品质后，会不断增强其内在价值，即市场价值。市场化、法治化地转股、上市、退出是企业不断追求、迫近、实现公允价值的过程；也是企业借助外部，努力将账面价值兑现为公允价值的过程。

十、正确处理上市退出与非上市退出的关系

理清上述多种关系后，我们的重点聚焦到最后的退出上。正确处理上市退出与非上市退出的关系，是债转股成功实施的最后一环。到底如何取舍和选择呢？我们先来分析拟债转股对象企业的主要特征，基本可以将其概括为“高大上强”：高是指高负债率，大是指大型企业，上是指上市主体，强是体现强周期性。其中，最重要的一个特征就是上市主体。具有上市主体也是债权银行的主观要求，上市股票流动性较好，估值公允，方便股东退出。上市主体本身所具有的规范性、流动性、定价公允性是众多债权人偏好上市公司体内的资产和可能注入上市公司资产的重要原因。所以，上市退出至少有三大重要功能：一是价格发现、价格实现的功能；二是资本保值、资本放大的功能；三是成本分散、风险分散的功能。而非上市退出主要通过回购或并购实现，其价值发现与识别功能有限。综上，还是应以上市退出为主。

本章小结

在上一章全面解读本轮市场化债转股的政策框架和体系的基础上，本章主要针对市场化债转股的核心——债转股操作路径进行全面剖析。首先，对于本轮市场化债转股操作所要遵循的市场化、法治化和专业化三大基本原则进行了分析，将其本质内化于债转股具体实施过程中。其次，将市场化债转股的实施步骤细分为明确参与主体、达成转股意向、开展尽职调查、达成转股共识、争取资源支持、中介谈判协商、确定转股方案、履行银行流程、签订转股协议、办理转股手续、加强股权管理、实现股权退出等12个步骤，并针对每一步骤深入分析，以期将市场化债转股操作路径上的关键难点逐个击破。最后，结合市场化债转股实践经验，梳理出成功实施市场化债转股需正确妥善处理好的10组核心关系，为当前市场化债转股的操作实务提供了强有力的理论支撑和实践指引。

第四章
市场化债转股风险对策

根据对风险的定义，风险是指目标和结果之间的不确定性。风险可以分为广义风险和狭义风险。广义风险强调风险表现为成本、收益或代价的不确定性，产生的结果可能带来损失、获利，或是无损失也无获利；狭义风险则强调风险表现为损失不确定性，说明风险只能表现出损失，没有从风险中获利的可能性。

就企业而言，在成长、发展、壮大的过程中，很多事项都不确定，这些事项发生的概率及其影响程度都是无法事先预知的，将对生产经营活动产生影响，从而影响企业目标实现的程度。企业在一定环境下和一定限期内客观存在的事项、影响目标实现的各种不确定性，就是企业风险。与金融风险相关的政策和事件梳理如表4-1所示。

市场化债转股作为全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神，贯彻落实中央经济工作会议重大安排，有效落实供给侧结构性改革决策部署，切实降低企业杠杆率，支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关、提质增效，实现股权多元化，完善现代企业制度，化解金融风险，促进经济社会持续健康发展的一项重大的战略措施，其作用十分明显，有着积极而有效的一面。

然而，正如硬币一样，任何事物都有两面性，实施债转股也有其成本和风险。关键是要正确认识，客观分析，采取有效措施，加以防范和化解。

市场化债转股的风险，根植于转股的目的与结果之间的不确定性，依赖于希望发生结果的可能性大小，即风险和收益成正比关系。由于债转股涉及资金融通、资产管理、资本运作、资源整合等多个环节、多个链条，可以将债转股的风险放在不同的维度来进行分析。

从关联影响的角度来看，可将债转股的风险归为金融风险的一个部分。因为它不仅涉及大量债务、债权的消化处置，还牵涉到点多面宽的不同利益群体，既有企业，又有金融机构，还可能涉及众多的个人。而

关于金融发展，从总体上看，形势是好的，风险是可控的。在2016年12月召开的中央经济工作会议中，强调要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险。在2017年2月召开的中央财经领导小组第十五次会议中，习近平总书记强调，防控金融风险，防范和化解系统性风险。2017年4月25日，在中央政治局集体学习时，习近平总书记强调，对存在的金融风险点，我们一定要胸中有数。在2017年全国金融工作会议上，习近平总书记发表重要讲话，充分肯定了党的十八大以来我国金融改革发展取得的新的重大成就，深入分析了我国金融工作面临的形势和任务，阐明了经济发展新常态下金融工作的指导思想和重要原则，对当前和今后一个时期金融工作做出全面部署，特别强调要强化监管，提高防范化解金融风险的能力，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制，等等。上述政策，为做好金融工作、维护金融安全提供了思想和行动指南，为有效防控债转股风险提供了重要依据。

表4-1 金融风险相关的政策和事件梳理

时间	事件	内容
2016 年 12 月	2016 中央经济工作会议	强调要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险
2017 年 2 月	中央财经领导小组第十五次会议	强调防控金融风险，防范和化解系统性风险
2017 年 3 月	2017 政府工作报告	对不良资产、债券违约等累积风险要高度警惕；筑牢金融风险“防火墙”
2017 年 4 月	中央政治局集体学习会议	强调要“采取措施处置风险点，着力控制增量，积极处置存量，打击逃废债行为，控制好杠杆率”
2017 年 7 月	2017 年全国金融工作会议	强调要强化监管，提高防范化解金融风险能力，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置

从风险偏好的角度来看，可将债转股的风险归为稳健型，如图4-1所示。风险按其偏好分类，可划分为激进型、稳健型和保守型三大类。《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）中，关于“降杠杆”的文字表述是“积极稳妥”；在债转股的《指导意见》中，使用的形容词是“有序开展”。根据这些政策进行分析，市场化债转股的风险可归为稳健型。从这个维度来讲，其风险就是可视、可防、可

控的。因此，我们既要从战略上给予重视，不掉以轻心，也要从战术上精准施策，不必过于担心。



图4-1 按风险偏好划分的债转股风险分类

为更好地识别、分析、监测、预判、防控、处置债转股的风险，我们现将市场化债转股可能涉及的相关风险进行全面梳理、客观分析，提出应对策略，以促进市场化债转股更加科学、规范、高效地实施推进，确保走正路，走对路，不走错路，少走弯路。

第一节
主要风险透析

根据企业风险管理的定义，风险管理是指如何在一个肯定有风险的环境中把企业风险造成的不良影响降低到最低的管理过程，一般包括对风险的识别、度量、评估及应变策略等。按照企业风险的管理流程，债转股的关键风险点可以从识别、防范计量、监测、评价五个方面划分为五组十种。

第一组：识别　一是转股的目的：是解决企业自身的问题，还是满足某些考核指标的需要。二是转股的行为：是借债转股降债减负，还是借债转股恶意逃废债。

第二组：防范　　一是转股的方式：是真实的市场化债转股，还是“明股实债”的债转股，即把现在逾期的成本，通过时间换空间将其后延。二是转股的对象：是遇到暂时经营困难属于“三个较好”的企业，还是低效无效的“僵尸企业”。

第三组：计量　一是综合成本：企业的平均融资成本在债转股后与转股之前比较，是上升、下降还是持平。二是转股价格：是否做到了“五个做实”——资产做实、负债做实、审计做实、业务做实、人员做实；同时满足债转股前端，收购债权时是否做到真正尽职调查，挤掉水分；另外是在终端，转股价格转进企业时是否能做实。

第四组：监测　一是配套措施：配套措施是否到位，是本轮债转股的重要前提条件。二是增量后续资金：增量后续资金是否跟得上、有保障，关系到转股企业的持续发展。

第五组：评价　一是股权管理。上一轮债转股是名义上的股东，而本轮则强调实质上的股东；股东间是明争暗斗、相互制衡还是优势互补、科学高效，均是风险关键因素。二是股权退出。既可以有退出预期，也可以没有退出预期，实现长期持有；既可以约定退出方式，也可以不约定退出方式；目标企业可以是上市公司，也可以不是，但均要以股权转让的方式退出。具体而言，退出方式包括并购、新三板挂牌、

OTC交易、交易所上市等。但是，不管如何退出，各方均希望实现分享合作、互利共赢的目标。

市场化债转股10大风险点如图4-2所示，下面我们就逐一来进行具体分析。

转股观念	应对监管考核指标	切实解决自身问题
道德风险	借债转股降债减负	借转股恶意逃废债
转股方式	真实市场化债转股	明股实债式债转股
转股对象	三较好暂困难企业	僵尸空壳低效企业
综合成本	债转股的综合成本	转前平均融资成本
转股价格	转股前做到五做实	前端后端充满水分
配套机制	健全完善两制建设	因循守旧不思进取
后续资金	继续给予增量支持	停贷断贷压贷借贷
股权管理	优势互补科学高效	明争暗斗相互制衡
股权退出	分享合作互利共赢	片面狭隘一味逐利

图4-2 市场化债转股10大风险点

一、风险点1——转股观念偏差

（一）应对监管考核指标VS切实解决自身问题

观念影响行为，目的制约行动。也就是说，首先要明确债转股的思想观念，明确债转股所要达到的目的，到底是为了“应对监管考核指标”，还是为了“切实解决自身问题”。如果仅仅是为了前者，而不是后者，这里面就存在一定的风险。

《指导意见》已明确指出，本轮市场化债转股的意义和目的，概括起来就是“一支持一提升”“一重要一有效”、三个“有利于”，即“支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关；提升企业持续健康发展能力；是稳增长、促改革、调结构、防风险的重要结合点；可以有效降低企业杠杆率，增强企业资本实力，防范企业债务风险；有利于帮助企业降本增效，增强竞争力，实现优胜劣汰；有利于推动企业股权多元

化，促进企业改组改制，完善现代企业制度；有利于加快多层次资本市场建设，提高直接融资比重，优化融资结构”。其指向十分明确，需要我们深刻理解，准确把握。

我们注意到，现在有些企业，为了维持日常运营，其经营性现金流不能覆盖银行贷款本息，通常采取借新还旧、借东补西、短贷长用来解决临时性问题，银行贷款越积越多，财务成本越来越高，经营收入和利润支付银行贷款本息越来越困难，给对象企业的生产经营和技术改造带来不利影响，导致对象企业盈利减少或者亏损加大，但企业为了应对上级考核或者财务指标的要求，一直未计提坏账、核销资产、消化不良。尽管如此，明知道债转股会加剧企业的负担，但是迫于改善资产质量现状，应对考核或财务指标的需求，还是希望多转股。

这种观念及做法，尽管在表面上满足了某些监管考核指标的需要，但实际上企业自身的问题还是没有得到根本解决，可谓治标不治本。

（二）风险对策

债转股的根本目的是帮助企业降债减负提效，防范化解金融风险，促进经济持续健康发展。要以推进实施债转股为契机，通过加大教育培训、宣讲辅导力度，引领企业着眼于自身突出问题，改变思想观念；以突出问题为导向，不断深化改革，借势改组改制，建立现代企业制度，完善市场化经营机制，持续改善资产质量，增加经营性现金流，有效降低杠杆率，切实降本增效，增强核心竞争力，不断提升企业持续健康发展的能力，如图4-3所示，而不仅仅是为了应对监管考核指标。

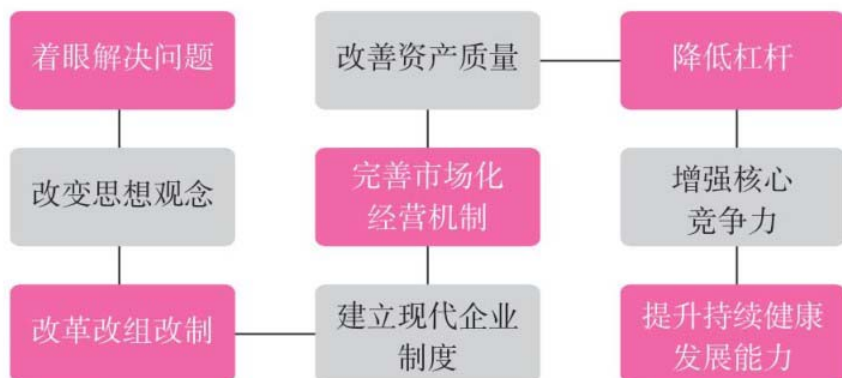


图4-3 通过债转股确实解决企业问题

二、风险点2——道德风险高企

（一）借债转股降债减负VS借转股恶意逃废债

从客观上讲，债转股有利于降低企业债务，减轻企业财务负担，充实企业资本金，这无疑对深陷困境的企业具有巨大的吸引力。在债转股的行为中，容易出现两种情况：一种是借助债转股来降债减负；另外一种则是借助转股来恶意逃废债，出现道德风险。

所谓“恶意逃废债”，是指债务人（包括借款人和担保人）有全部或部分偿债能力，但拒不履行司法机关判决义务，造成金融单位现实或潜在重大损失的行为。

所谓“道德风险”，则是20世纪80年代由西方经济学家提出的一个经济哲学范畴的概念，即从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用的同时，做出不利于他人的行动。或者说是，当签约一方不完全承担风险后果时所采取的使自身效用最大化的自私行为。在信息经济学中，则是指经济参与人在信息不对称的情况下，由于另一方无法监督或观察而做出的使自身获益的机会主义行为。道德风险也称道德危机，通常是由信息不对称问题引起的。

现实中，由于深受债务负担羁绊的企业数目庞大，在争取成为债转股对象的过程中，企业总是想方设法、不遗余力，有的甚至与其他参与方存在合谋的可能，使银企联合作存在空间；濒临破产的企业拼尽全力尽量不破产；具有偿还能力的企业不愿意或尽量减少偿债，有的甚至转移资产、转让股权、恶意赠与、低价贱卖等，形成“赖账文化”；有的在签订契约的过程中故意隐瞒、用包袱或夸大债务负担。而在银行方面，对比那些具有收回希望，已经计提的坏账，也可能存在希望剥离其他“真正”坏账的道德风险；甚至，为了防止企业破产，导致本息悉数无法收回，银行可能进一步借贷、再转股、再借……从而进入死循环。

随着道德风险累积，恶意逃废债现象增多，可能导致多重后果：不该收购的不良资产被收购，该收购的不良资产被漏收或延收，该足额追索的债务被大打折扣甚至“化为泡影”，使不良贷款处置难度和压力加大。这不仅扰乱了正常的市场秩序，还可能产生“劣币驱逐良币”的效应，对整个社会的信用环境带来严重影响，对金融体系的安全和社会秩序的稳定造成负面影响。

（二）风险对策

对于潜在道德风险，我们要引起高度重视，采取综合措施严加防范，防止应由市场主体承担的责任被不合理地转嫁给政府或其他相关主体。

一方面，既要强化银行行为约束，对需要剥离的坏账进行严格区分，对债转股对象进行严格甄别，不断压缩银企合谋空间，斩断造假利益链条，切实维护良好的金融环境。

另一方面，对恶意逃废债行为，要建立监测、预警、处置、协作“四位一体”的工作机制，如图4-4所示，从源头上予以遏制，从过程上予以防控。一要监测：定期编制和更新恶意逃废债重点监测企业名单，实行重点监测。二要预警：充分利用中国人民银行征信系统和银监会客户风险预警系统，强化对高风险客户的精准甄别、预测预警，建立涉金融的“黑名单”，将恶意逃废债行为人纳入失信“黑名单”。三要严打：对于恶意逃废债行为，始终保持高压态势，坚决严厉打击，实行联合惩戒；对重点案件集中审判和执行，坚决遏制恶意逃废债行为。四要协作：各级政府部门、金融同业加大协作力度，加快搭建综合信用信息共享平台，强化信用环境建设，进一步建立完善社会信用体系，形成人人珍视信用、维护信用的良好氛围，做到标本兼治、治标又治本。

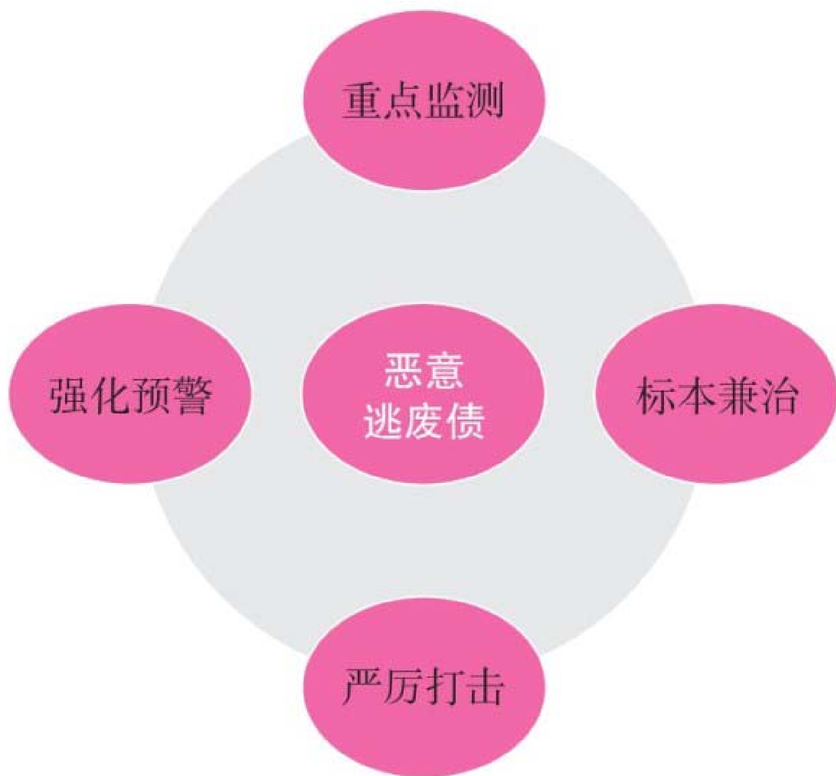


图4-4 “四位一体”防止恶意逃废债

三、风险点3——转股方式虚化

（一）真实市场化债转股VS明股实债式债转股

在转股的方式上，存在两种情形：一种是“真实的市场化债转股”，也就是本轮债转股的核心要求；另外一种是“明股实债式的债转股”，即把现在逾期的成本通过时间换空间将其后延，虽然短期内有可能帮助企业降债减负，但从长远看，却不断增大了企业后期的包袱，潜在风险不可不防。

从已经落地的一些项目来看，在募集社会化资金参与市场化债转股的过程中，要平衡投资者收益和企业降低财务成本的需求，最为常见的做法就是“明股实债”，也就是投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，也不根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者承诺保本保收益，根据约定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被

投资企业赎回股权或者偿还本息，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。

明股实债作为一种夹层融资方式，虽然是名义上的实施机构持有企业的股权，但为了给投资者较为稳定的收益，也会设定要求企业按照一定条件“回购股权”，并支付固定的成本。从操作层面上看，明股实债是带有回购条款的股权。债转股中，银行在参股某公司时，要求该公司或公司实际控制人对股份负有到期回购义务，约定期限，约定年利率。而这相当于一笔风险锁定的高息债。这种将短期债务转为长期债务，实质上是“债务置换”，而不是真正市场化的债转股，尽管企业有需求，可能眼前“救得了急”，但长远还是“护不了根”，可能还会加重企业包袱，让企业“生而复死”。目前，银行系实施机构开展的以并表基金模式为主的市场化债转股业务，一是基于自身的生存发展需要，二是客户对象都是为解决资金周转问题的优质企业，风险相对可控。

作为降杠杆的七大路径之一，真正的市场化债转股，其政策层面是引导长期的社会资金进入实体经济，核心要义在于债权转成股权之后，新的股东对企业履行积极股东责任，促进企业改善经营、实现价值提升、持续稳健发展，而不是简单的、形式上的债权转股权。当然，对于既可以降低企业负债率，又可以减少企业财务负担的明股实债的降杠杆方式，还是要支持。

（二）风险对策

审慎开展明股实债式的降杠杆方式，有序开展真实的市场化债转股。着力引导长期的社会资金进入实体经济，持续改善企业经营管理，不断提升核心竞争力，促进企业持续健康发展。加强对各参与主体的行为约束，确保银行债权能够真实出售，有效实现风险隔离。概括来说，就是要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，建立债转股的对象企业市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制。具体而言，就是要确保“十项内容”通过市场化的方式来选择和确定，即“一二三四”。“一资”，即资金筹措市场化；“二企”，即一个是债权对象企业，一个是转股对象企业，都由市场化选择；“三价”，即三个价格，收债的价格、转股的价格、退出的价格，都由市场化方式确定；“四股”，即转股的债权、转股的条件、股权的变更、股权的管理，都采取市场化方式运作。这“一二三四”就组成了债转股全过程中市场化选择确定、建立长效机制的基本内容，如图4-5所示。

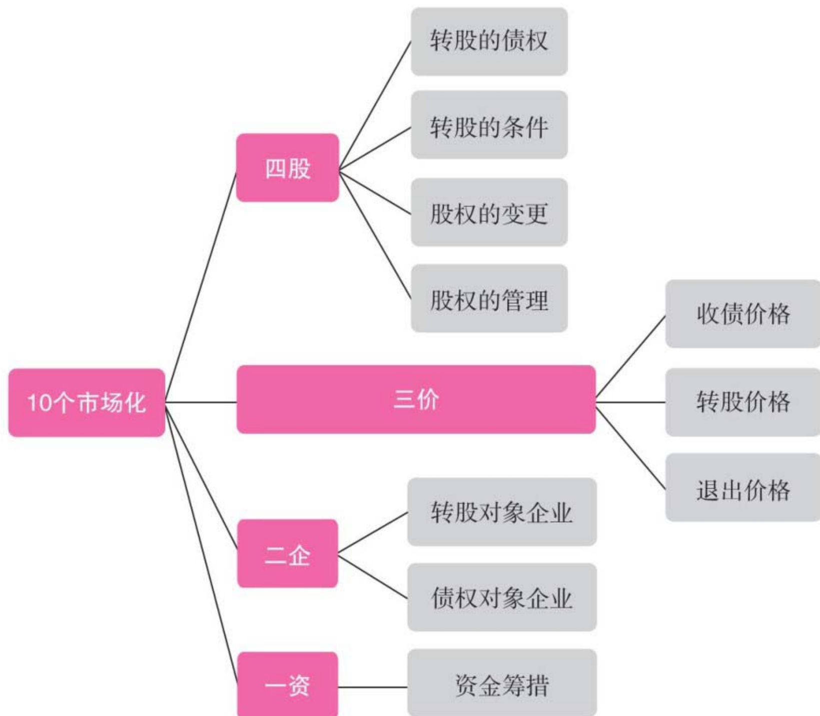


图4-5 真实债转股的构成要素

四、风险点4——转股对象错配

（一）三较好暂困难企业VS僵尸空壳低效企业

转股对象的选择，关系到债转股的成效。上一轮对象选择是名单制，由国家经贸委向四大AMC提供601户名单，不存在比选的问题。而这一轮是市场化、自主性，由债权银行、实施机构、对象企业三大市场主体依据国家的政策导向自主选择、协商确定。

对于本轮市场化债转股，《指导意见》明确了对象企业的“三个较好”前提条件，以及正面鼓励和负面禁止“两大清单”。

（二）“三个较好”前提条件

“三个较好”前提条件如图4-6所示。

①发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排。

②产业方向较好，主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标。

③信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。



图4-6 “三个较好”前提条件

（三）“三个鼓励”清单

概括而言，具有“强周期可逆转、高负债能成长、关键战略性大企业”三大特征，如图4-7所示。

①可逆转企业：因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业。

②成长型企业：因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业。根据《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》，战略性新兴产业包括新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等产业。

③关键性和战略性企业：高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业，以及关系国家安全的战略性企业。



图4-7 “三个鼓励”清单

（四）“四个禁止”清单

一句话总结，就是严禁将“僵尸企业”、失信企业、债权债务关系不明晰和不符合国家产业政策的企业，作为市场化债转股对象。具体而言，有以下四大类，如图4-8所示。

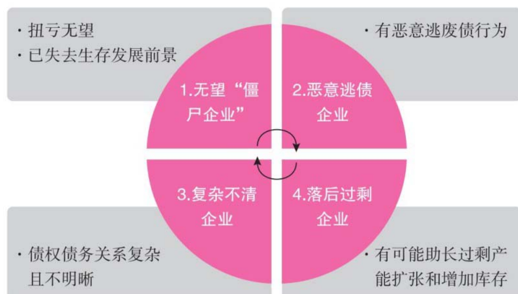


图4-8 “四个禁止”清单

1.无望“僵尸企业”：扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”

2016年2月25日，工信部副部长冯飞说，所谓“僵尸企业”，是指已停产、半停产、连年亏损、资不抵债，主要靠政府补贴和银行续贷维持经营的企业。“僵尸企业”不同于因问题资产陷入困境的问题企业，能很快起死回生，它的特点是“吸血”的长期性、依赖性。“僵尸企业”吃的是财政补贴、银行贷款以及其他的实物和人力资源。正如僵尸会传染一样，“僵尸企业”也会传染。如果让一个健康的企业去兼并重组“僵尸企业”，其结果很可能是健康企业被拖垮、拖死，也变成“僵尸企业”。而银行持续不断地给“僵尸企业”“输血”，早晚有一天会变成“僵尸银行”。如果一个地方总是不断地给“僵尸企业”补贴，这个地方的经济早晚也会变成“僵尸经济”。2016年7月27日，中国人民大学国家发展与战略研究院发布了国内第一份全面研究“僵尸企业”的报告——《中国僵尸企业研究报告——现状、原因和对策》。报告称，“僵尸企业”比例最高的五个行业分别是：钢铁（51.43%）、房地产（44.53%）、建筑装饰（31.76%）、商业贸易（28.89%）和综合类（21.95%）。“僵尸企业”比例最低的五个行业是：银行（0.00%）、传媒（4.12%）、非银金融（4.65%）、计算机（5.23%）和休闲服务（5.88%）。按地区来看，经济发达的沿海省份，如山东、江苏、浙江、广东，“僵尸企业”数量最多；经济发展水平较低的中西部省份，如青海、西藏、甘肃、贵州，“僵尸企业”数量较少。按所有制统计来看，国有和集体企业中“僵尸

企业”的比例最高，民营企业和港澳台及外商企业中“僵尸企业”的比例相近，且远低于国有和集体企业中“僵尸企业”的比例。按规模统计来看，大型企业和中型企业的“僵尸企业”比例最高，但由于基数比较小，大部分“僵尸企业”还是小型企业。按年龄统计来看，随着企业年龄的增长，“僵尸企业”的比例越来越高，在成立1～5年的企业中，只有约3%的企业是“僵尸企业”；而在成立超过30年的“老”企业中，约有23%的企业都是“僵尸企业”。

2.恶意逃债企业：有恶意逃废债行为的企业

恶意逃债行为，从人员主体上看，往往涉及公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、经理、财务主管等高级管理人员；从损害对象上看，将损害公司与债权人的利益；从具体手段上看，以下四种方式比较常见。

（1）采取虚假残缺财务资料恶意逃债

往往采取公款私存、公物私名，财产混同、业务混同，不建账本或者建立假账的方式恶意逃债。

（2）采取转移资产的手段恶意逃债

公司通过与第三人恶意串通，虚构合同之债或担保之债，或者将企业财产设置抵押时高值低评全额抵押，转移财产；隐匿、私分财产；非正常压价、低价出售产品；对未到期的债务提前清偿，或是放弃自己的债权；采用承包、租赁的办法，名租实并；以收购原公司资产的名义逃废债务，实为釜底抽薪；与债务人恶意串通，采用主动追债的方式，先将对方告上法庭，然后在庭上与对方握手言和，让对方大获全胜，并与对方签订调解书，将利益拱手相让给对方，以此形式顺利将财产转移。

（3）利用公司的终止程序恶意逃债

①有计划地转移资产后申请破产。主要表现在：破产宣告前突击清偿上级公司或者个人、公司的到期债权，国企和银行的债务不予清偿。

②利用清算程序恶意逃债。由于法律对不依法进行清算或在清算时有弄虚作假行为给予处罚的力度有限，对于通过恶意逃债而获得巨大利益的行为人约束不够；同时由于公司登记机关不是执法机关，没有强制

执行力，因此，由公司登记机关所做出的处罚往往落实不到位。法律存在的以上漏洞往往被行为人所利用进行恶意逃债。

（4）利用关联企业（母子公司）的关联交易恶意逃债

①母公司对子公司滥用控制权。

②子公司反控制母公司，侵吞母公司资产。

③母公司利用子公司逃避债务，即母公司为了逃避侵权之债或合同之债，而将财产转移给子公司，利用子公司的独立法人资格逃避债务。

3.复杂不清企业：债权债务关系复杂且不明晰的企业

债权是得请求他人为一定行为（作为或不作为）的民法上的权利，是一种相对权，只在债权人和债务人之间发生效力。从会计意义上看，债权是指单位未来收取款项的权利，包括应收账款、应收票据、预付账款、其他应收款、应收股利、应收利息和应收补贴款等；债务是指由过去交易、事项形成的，由单位或个人承担并预期会计导致经济利益流出单位或个人的现时义务，包括各种借款、应付及预收款项等。债权（或债务）关系，又称为债之关系，是指一方当事人得向他方当事人请求一定给付的法律关系。得请求给付的一方当事人，享有债权，称为债权人；负有给付义务的一方当事人，称为债务人。债权人与债务人之间的这种得请求一定给付的法律关系为债权债务关系。

债权债务关系是企业生产经营活动中普遍存在的一种关系。这种关系虽然有一定风险，但也难以消除。企业运作需要它，经济纠纷也来源于它。清晰、正常的债权债务关系，对企业而言不可避免、相对可控；而复杂、混乱的债权债务关系，对企业而言则弊大于利、潜藏风险，容易使企业陷入无休止的纠纷之中，影响正常的生产经营管理。因此，债权债务关系不明晰的企业，被列入了市场化债转股的“禁止”清单。

4.落后过剩企业：有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业

一般认为，产能即生产能力的简称，是现有生产能力、在建生产能力和拟建生产能力的总和。从总量角度分析，生产能力的总和大于消费能力的总和，即可称之为产能过剩。根据美国经济运行的历史经验特

点，一般认为美国总体工业企业产能利用率的“合意”区间是79%～82%。对比中国几个行业的产能利用率，2016年，钢铁、煤炭、水泥、成品油加工以及尿素的产能利用率分别为65.4%、67%、75.2%、69.1%和44.8%，大部分仍处于“产能过剩”的阶段。

综上所述，这一轮市场化债转股既给出了“正面鼓励清单”，也给出了“负面禁止清单”，这实际上就为债转股对象企业划设了比选标准。在自主协商选择的过程中，如果对标不严、把关不严，就可能出现比选风险，违背政策初衷，影响未来发展。

（五）风险对策

在债转股对象企业的选择上，要坚持原则，严格标准，确保符合条件。第一，坚持自主性原则，尽量杜绝或减少行政干预，将决定权交给市场，由对象企业、债权银行、实施机构，依据国家政策导向、产业发展方向、企业具体情况，进行自主协商确定。第二，坚持清单化比选，认真对照《指导意见》明确的正面鼓励和负面禁止“两大清单”，严格标准，多户比选，逐户筛查，通过市场化选择，让有前景、产业好、信用好，以及强周期可逆转、高负债成长型、产能过剩关键性和战略性的企业获得更有效的支持；让没有前景、不符方向、不良信用，以及“僵尸”空壳、落后过剩、低效无效的企业自然出清，促进优胜劣汰、产业升级、持续发展。

五、风险点5——综合成本把控

（一）债转股的综合成本VS转前平均融资成本

在债转股过程中，实施机构的资金是一个关键，要解决强周期、高负债、大企业的问题，就需要期限长、成本低、额度大、条件优、可持续的资金。但是，资金是有成本的，至少包括“五类成本”——收债成本、转股成本、持股成本、管理成本、税收成本。在实施债转股过程中，这些综合成本能不能通过转后管理的分红收益、股权的退出收入来覆盖，就存在一定的风险。

从积极性方面来看，在现实的操作中，只有债转股退出时的预期收益高于五类资金成本，实施机构才有积极性去实施债转股；如果债转股

的综合成本低于企业的平均融资成本，对象企业才有积极性，才有意愿实施债转股。

不同企业，其融资成本可能有所不同。工业和信息化部中小企业发展促进中心发布的《2015年企业负担调查评价报告》显示，66%的企业反映“融资成本高”。中国人民银行研究局首席经济学家马骏在2014年召开的“中国开放新阶段高峰论坛”表示，我国部分地区小微企业的融资成本高达20%，甚至更高。根据经济学家郎咸平的数据显示，中国中小企业融资成本大概为20%～50%；大型企业在中国的融资成本是6.5%。2016年8月19日，商务部部长助理张骥透露，外贸企业综合融资成本多为10%～15%。

有比较，才有鉴别。债转股综合成本与企业平均融资成本，在转股前后的计量比较，是上升还是下降，或者是持平，成为实施机构、对象企业的重要考量，也是双方博弈之处。

（二）风险对策

用好五种渠道，如图4-9所示，即自有资本、基金、信贷、债券、其他，不断拓宽资金来源，增加“源头活水”；立足五个方面，即自有资金专项股权投入、基金专项劣后兜底、信贷专项产品支持、债券专项财政贴息、税收专项税后优惠，争取政策支持，做好精准计量，切实处理好综合成本和融资成本之间的关系，防止风险的发生。

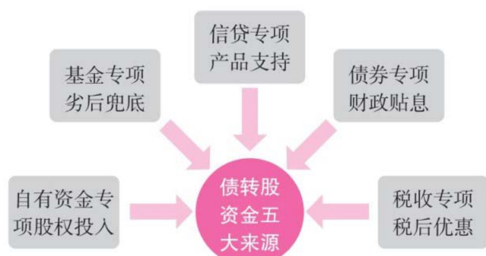


图4-9 债转股资金五大来源

那么，如何进一步筹集转股资金、降低综合成本、把控成本风险呢？我们不妨从以下几个方面进行解析、争取和发力。

目前，债转股资金来源包括信贷资金、发行债券的资金、募集市场化基金的资金（包括但不限于保险资金、养老金、银行理财资金等），但这些资金多存在成本较高、期限较短、条件较多的问题，例如，信贷

资金对贷款主体要求高、额度有限；基金资金成本较高、周期也不长；发行债券筹资对发行主体要求较高、募集资金额度有限。这些资金的特点与实施债转股所需要的期限长、成本低、额度大、条件优和可持续的资金特点存在一定差距。

除了自有资本、信贷、基金、债券等渠道筹资外，为了弥补缺差、提升增量，我们还可以尝试通过以下方式来拓宽和丰富转股资金的来源。

①建立财政引导基金。由中央和地方财政出资，设立债转股专项引导基金（政策性基金），按市场化方式运作，不以盈利为目的，通过政府财政资金投入，引导社会资本积极参与市场化债转股。

②建立专项支持资金池。创新运用国家专项建设基金，在支持项目清单中增加债转股专项，或者建立类似专项建设基金的额大、价低、期长、条件优的政策性资金池。在操作上，可对实施机构进行增资扩股，或者新设债转股市场主体，保证资金专项运用于债转股。

③增强资金综合筹集能力。由国家和地方政府发行低成本的债券，募集债转股资金，认购实施机构发行的基金。制定实施机构向社会投资者募集可用于股本投资资金的操作办法。支持实施机构发行债转股专项企业债券。创新多渠道运用金融市场工具，增加实施机构流动性。根据地方性金融资产管理公司成立不久的情况，适度降低地方资产管理公司发行债券的条件，简化发行的手续。

④鼓励合作实施债转股。鼓励实施机构之间相互合作，由实施机构采取合作的模式共担风险、共享收益、共同筹资，来解决实施债转股所需资金，促进发展混合所有制、股权结构多元化，规范公司法人治理，发挥各自优势帮助企业发展。

六、风险点6——转股价格不实

（一）转股前做到五做实VS前端后端充满水分

转股价格是整个债转股过程中最核心也最复杂的工作，涉及各方利益，如果处理不好，就会出现风险。

根据《指导意见》，此轮债转股的债权转让、转股价格将依据市场形成，公允价格通过自主协商确定，国有企业的转股定价也要遵循市场化原则，同时履行相关程序。具体而言，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。

那么，在转股前，是否做实了业务、资产、负债、权益、人员；在前端，收购债权时是否做到真正尽职调查、挤掉水分，在银行都是正常或者关注类，但在企业中却是不良或者项目不良；另外，在终端，转股价格转进企业时是否能做实。对于这些，都必须严格把控，做实做细，消除风险隐患。

（二）风险对策

转股前做到“五个做实”，如图4-10所示，切实挤掉前端、后端的水分。在转股前端，认真开展基础资产筛查、尽职调查等前期工作，通过财务审计、资产评估和清产核资，确保业务、资产、负债、权益、人员做实，积极争取银行的支持，根据债权对应资产的实际情况，该打折就打折，切实把水分挤掉，并按照“务实管用、可行有效”八字原则，科学制订改革计划和脱困安排。在转股终端，要积极争取上级监管部门的支持，根据公司资产、负债、损益的情况，主动进行核销，实事求是核定，挤掉虚假水分，确保转股价格做实到位。

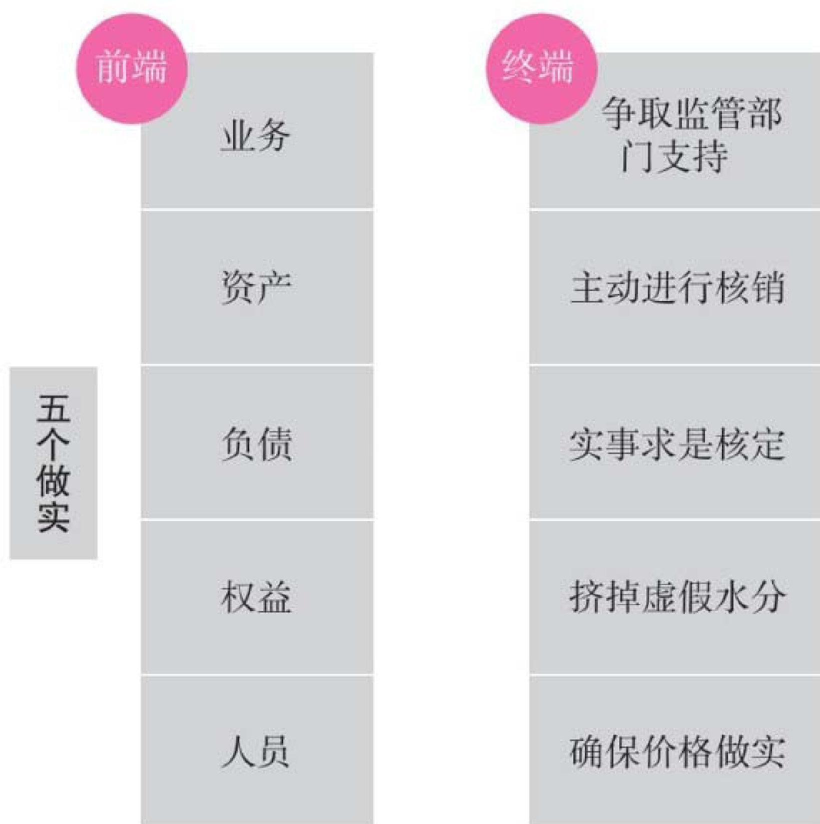


图4-10 “两端”做实转股价格

关于对象企业的清产核资，除了在转股前坚持“五个做实”外，还有以下三个方面需要注意。

①明确时间节点。对对象企业的清产核资，在各市场主体达成债转股一致意见后，再聘请第三方专业机构启动，在确保真实性、客观性的同时，避免重复工作。

②完善核销政策。切实做实对象企业的资产，需要财政和国有资产管理部门协同出台相应的政策，以便对参与债转股的国有企业的损失资产进行核销。同时，明确核销过程中发现的由于各种原因导致国有资产减值或流失的追责原则。

③评估结果运用。对核销到注册资本的对象企业，按照实际评估和核销情况作为债转股时的估值依据，对于经评估资不抵债的企业依法进行破产清算，或由对象企业股东补充资本金、重新注入资产，进行企业

或业务板块间的重整，待符合条件后再进行债转股。

七、风险点7——配套机制乏力

（一）健全完善两制建设VS因循守旧不思进取

上一轮债转股强调促进企业转换经营机制，加快建立现代企业制度。2000年，全国80%的债转股企业扭亏为盈，但到2002年，这一比例下降到70%以下，部分企业又重新返困，扭亏成果并不稳定。不少企业在债转股过程中，由于没有经历痛苦的企业重组过程，变身为股东的债权人没有真正行使股东权利，企业并没有真正建立现代企业制度。

而本轮债转股强调与深化企业改革和建立现代企业制度协同推进，如图4-11所示，最大特点就是“两化”——市场化、法治化；前提条件就是“两制”——现代企业制度、市场化经营机制。现代企业制度具有“三个3”的内涵。①刚性和强硬的3个约束：预算约束、投资约束、负债约束。②明确和清晰的3个边界：失误边界、价值边界、盈利边界。③合理和规范的3个结构：治理结构、组织结构、负债结构。基本原则就是公平和规范。这三项内容相互对应，市场化对应的是市场化经营机制和公平，法治化对应的是现代企业制度和规范。

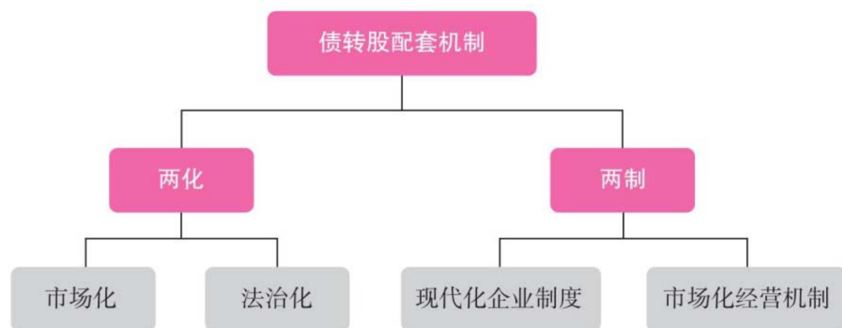


图4-11 债转股配套机制

相比于20世纪90年代末的政策性债转股，无论从政策层面，还是从监管层面，或是从操作层面上看，本轮市场化债转股都没有成熟的模式可复制。如果企业因循守旧、不思进取，不敢探索创新、完善配套措施，只是为了转股而转股，不将债转股和深化改革、建立现代企业制度、建设市场化经营机制等一系列问题相结合，转了以后就还是老样

子，达不到预期效果。这也是风险点所在。

（二）风险对策

健全完善的“两制”，抓创新促持续，推动企业改革。

一方面，要推进和建立“两个协同”。一是市场化债转股要与深化企业改革、降低实体经济企业成本、化解过剩产能和企业兼并重组等工作有机结合、协同推进。二是紧扣“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的要求，同步建立现代企业制度、完善公司治理结构、强化激励约束机制、提升管理水平和创新能力，为长期持续健康发展奠定基础。

另一方面，要形成和健全两个机制。一是形成经营机制：通过市场化债转股，推动企业改组改制，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制，提高企业经营管理水平。二是健全制衡机制：债转股企业要健全公司治理结构，合理安排董事会、监事会和高级管理层，建立权责对等、运转协调、制衡有效的决策执行监督机制。

八、风险点8——后续资金断链

（一）继续给予增量支持VS停贷断贷压贷惜贷

通过实施债转股，企业获得了增量资金注入，可用于偿还高息债务，减轻债务负担，降低财务风险，提高抵御外部冲击的能力，在短期内起到立竿见影的效果，利好作用比较明显。

但从某种角度讲，债转股并不能“包治百病”，它只是企业降债减负、去杠杆、增效益的举措之一，只是将潜在风险从对象企业转移到了金融机构，从债权银行和对象企业转移到了实施机构，实现了对象企业的降债减负、对实施机构的升债增负。如果后续对象企业的经营发展没有实质性的改善和改变，不仅对象企业会重新进入困境，实施机构也将陷入困境。与此同时，由于债权被转换成了股权，如果不改善经营管理状况，企业可能还会被打上“非优良”之类的标签，可能面临是否“继续给予增量支持”，或者遭遇“停贷断贷压贷惜贷”的风险，并且以后可能的回购也会对企业造成新的压力。

早在2016年6月，国务院就曾派出督查组赴18个省市调查民间投资下降的原因，各地反映强烈的问题之一就是银行抽贷。对此，李克强总理提出要求，防止对一些信誉好、有市场的企业“抽贷”“压贷”，对市场前景好、暂时有困难的企业不“断贷”、不“抽贷”。一行三会也曾联合发文，鼓励金融机构对钢煤企业采取区别对待，“有保有压”。在银监会关于做好债委会的两个《通知》（银监办便函〔2016〕1196号、〔2017〕802号）中，都明确指出各银行业金融机构应当一致行动，“不得随意停贷、抽贷”，“最大限度地帮助企业实现解困”。

（二）风险对策

市场化债转股后，企业可借助增量资金注入之机，多管齐下、综合治理、标本兼治，真正彻底地解决制约企业发展的突出问题，并腾出手来建立和完善现代企业制度，形成市场化经营机制，提高企业经营管理水平，提升产品和服务质量，培育核心竞争力，增加市场占有率，恢复提高信用评级，增强企业综合实力，最大限度地争取股东或金融机构更多的信贷支持、保持充足的流动性；最大限度地争取股东或投资方的项目支持和业务支持，不断增强持续稳健发展的能力，如图4-12所示。

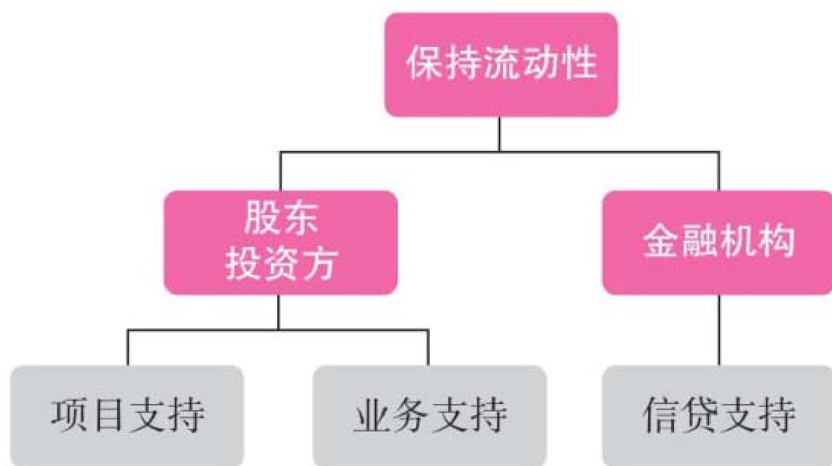


图4-12 保障转股企业后续资金

九、风险点9——股权管理撕裂

（一）优势互补科学高效VS明争暗斗相互制衡

上一轮债转股是名义上的股东，只是阶段性持股，而本轮则强调实质上的股东。《指导意见》提出，市场化债转股实施后，要保障实施机构享有《公司法》规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。

所谓“股权管理”，是指对股权投资、行权、处置的全过程进行管理。股权管理遵循以下三大基本原则：一是依法管理原则，严格履行法定权利，依法维护股东权利；二是统一管理原则，对外投资项目的设立、行权管理中的重大决策事项和异常事项以及股权处置项等，一律按规定程序报公司审查或审批；三是价值管理原则，要努力实现股权价值最大化。

对象企业债转股后，实施机构成为对象企业的股东，这将改变对象企业的股权结构，并对股权管理产生影响。对债务规模大的对象企业，如果转股规模也大，那么实施债转股后，实施机构可能会成为对象企业的主要股东或大股东。在实施机构没有对象企业所处行业的经验，也无相关人才储备的情况下，要实现控股经营，势必会面临不少问题和障碍。与此同时，如果股东间能优势互补、科学高效，产生1＋1＞2的效果，势必有利于企业的发展，但是，如果股东间明争暗斗、相互制衡，势必适得其反、制约发展，这也是风险关键因素。

（二）风险对策

实施机构成为股东后，要优化股权管理、强化协同，促进优势互补、科学高效，杜绝明争暗斗、相互制衡，避免股东权益落实不到位带来的风险，共促企业持续健康发展，如图4-13所示。

①依法行权，可以派员参加企业董事会、监事会，参与企业重大决策，依法行使股东权利，促进转股企业改革改制到位，但不参与企业的日常生产经营活动。

②适度约束，发挥好债权人委员会的重要作用，通过联合授信、合同约定、银团联合等方式，避免过度授信，防止企业杠杆率超过合理水平；对于杠杆率比较高的企业，要对其再融资进行约束，不能一边降杠杆，另一边却在加杠杆，避免债转股后杠杆率降而复升。

③维护权益，制定负面清单，确保对象企业转股后的资产安全，规范债转股企业和股东资产处置行为，严格禁止债转股企业任何股东特别

是大股东掏空企业资产、随意占用和挪用企业财产等侵害其他股东权益的行为；防范债转股企业和实施机构可能存在的损害中小股东利益的不正当利益输送行为。

④开放包容，向产业链、价值链上的优秀企业开放，向优秀管理团队、优秀职业经理人、优秀企业家队伍开放，选拔和配备一些既懂现代金融，又懂企业经营管理的优秀人才，不断提升经营管理水平。

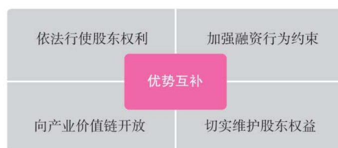


图4-13 优化股权管理

十、风险点10——股权退出不佳

（一）分享合作互利共赢VS片面狭隘一味逐利

如何安全高效地“退出”，是整个债转股实施过程中极为重要的一环。《指导意见》提出，要采取多种市场化方式实现股权退出。

关于“退出”，江苏金融证券律师甘贵祥这样定义道：“股权投资机构在其所投资的企业发展相对成熟后，将其持有的权益资本在市场上出售以收回投资并实现投资收益的过程。”常见的退出方式主要有IPO、并购、新三板挂牌、区域性股权市场交易、回购等。

就股权退出而言，上一轮债转股退出的方式并不多，真正实现上市的企业不多，并购案例也不多，更多的是靠债转股企业回购。而随着我国市场化条件成熟、程度提高，本轮债转股的退出渠道更趋多元化，资本市场层次增加了，工具和手段也相应地增多了。既可以有退出预期，也可以没有退出预期（实现长期持有）；既可以约定退出方式，也可以不约定退出方式；目标企业可以是上市公司，也可以不是。但是，不管如何退出，各方均希望实现分享合作、互利共赢的目标，而不是片面狭隘、一味逐利、相互伤害，造成股权退出风险。

（二）风险对策

采取多种市场化方式实现股权退出，实现分享合作、互利共赢，如

图4-14所示。一方面，要正确处理三组关系：①既可以有退出预期（就持有新公司股权问题在债转股协议中设置退出约定），也可以没有退出预期（在公司发展良好的情况下，选择继续持有公司股权，实现长期持有）；②既可以约定退出方式，也可以不约定退出方式；③既可以对外转让，也可以由原股东回购。

另一方面，要合理把握三种退出情形：①针对有退出预期的，实施机构可与债转股企业协商约定所持股权的退出方式；②债转股企业为上市公司的，债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定；③债转股企业为非上市公司的，鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。



图4-14 多种市场化方式实现股权退出

下面，就常见的股权退出方式进行梳理分析和比较，如图4-15所示。



图4-15 非上市转股企业退出渠道

1.股权转让

股权转让是指公司股东依法将自己的股东权益有偿转让给他人，使他人取得股权的民事法律行为；这是股东行使股权经常而普遍使用的方式，《公司法》规定股东有权通过法定方式转让其全部出资或者部分出资。常见的种类有以下五种。①持份转让与股份转让。持份转让，是指出资份额的转让。股份转让，根据股份载体的不同，又可分为一般股份转让和股票转让。一般股份转让是指以非股票的形式的股份转让，实际包括已缴纳资本然而并未出具股票的股份转让，也包括那些虽然认购但仍未缴付股款，因而还不能出具股票的股份转让。股票转让，是指以股票为载体的股份转让。股票转让还可进一步细分为记名股票转让与非记名股票转让，有纸化股票的转让和无纸化股票的转让等。②书面股权转让与非书面股权转让。股权转让多是以书面形式进行的，以股票为表现形式的股权转让多以非书面形式来进行。③即时股权转让与预约股权转让。即时股权转让，是指随股权转让协议生效或者受让款的支付即进行的股权转让；而那些附有特定期限或特定条件的股权转让，为预约股权转让。《公司法》规定，发起人持有的该公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。④有偿股权转让与无偿股权转让。有偿股权转让属于股权转让的主流形态，但无偿的股权转让同样是股东行使股权处分的一种方式。股东完全可以通过赠与的方式转让其股权。股东的继承人也可以通过继承的方式取得股东的股权。

2.并购

并购是指一个企业或企业集团通过购买其他企业的全部或部分股权或资产，从而影响、控制其他企业的经营管理。并购可分为两大类：正向并购、反向并购。正向并购是指为了推动企业价值持续快速提升，将并购双方对价合并，投资机构股份被稀释之后继续持有或者直接退出。反向并购是指以投资退出为目标的并购，也就是主观上要兑现投资收益的行为。并购退出有优点，也有缺点。并购退出的优点：①不受IPO诸多条件的限制，具有复杂性较低、花费时间较少的特点；②可选择灵活多样的并购方式，适用于企业业绩逐步上升，但尚不能满足上市的条件或不想经过漫长的等待期，而资本又打算撤离的情况；③被兼并企业之间可以共享彼此的资源与渠道，不断提升企业运转效率。并购退出的缺点：①企业要找寻合适的并购方，选择合适的并购时机，在估值上充满变数；②退出成本较高，收益率低于IPO，容易使企业失去自主权。

3.新三板挂牌

新三板全称为“全国中小企业股份转让系统”，是我国多层次资本市场的一个重要组成部分，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后的第三家全国性证券交易场所，主要为创新型、创业型、成长型中小微企业提供服务。目前，新三板的转让方式有两种：协议转让和做市转让。协议转让是指在股转系统主持下，买卖双方通过洽谈协商，达成股权交易。做市转让则是在买卖双方之间再添加一个“做市商”，由做市商持续发布买卖双向报价，并在其报价价位和数量范围内履行与投资者成交义务的转让方式。通过新三板退出，有四大优点：①市场化程度比较高且发展非常快；②机制比较灵活，比主板市场宽松；③相对主板来说，挂牌条件宽松、时间短、成本低；④国家政策大力扶持。

4.区域性股权市场交易

区域性股权市场是主要服务于所在省级行政区域内中小微企业的私募股权市场，是多层次资本市场体系的重要组成部分，是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台。其可提供股权转让、股权融资等相关服务。就股权转让而言，证监会对此种收购方式持鼓励态度，并豁免其强制收购要约义务。根据《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》（国办发〔2017〕11号），在区域性股权市场发行或转让证券的，限于股票、可转换为股票的公司债券以及国务院有关部门按程序认可的其他证券，不得违规发行或转让私募债券；不得采用广告、公开劝诱等公开或变相公开方式发行证券，不得以任何形式非法集资；不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行证券转让。区域性股权市场实行合格投资者制度，合格投资者应是依法设立且具备一定条件的法人机构、合伙企业，金融机构依法管理的投资性计划，以及具备较强风险承受能力且金融资产不低于50万元人民币的自然人。

5.证券交易所上市

证券交易所是依据国家有关法律，经政府证券主管机关批准设立的集中进行证券交易的有形场所。在我国有四个：上海证券交易所，深圳证券交易所，香港交易所，台湾证券交易所。就上市而言，有狭义和广义之分。狭义的上市，即首次公开募股（Initial Public Offerings，IPO），是指企业通过证券交易所首次公开向投资者增发股票，以期募集用于企业发展资金的过程。当大量投资者认购新股时，需要以抽签形

式分配股票，又称为抽新股，认购的投资者期望可以用高于认购价的价格售出。

如图4-16所示，上市又分为三种：①在境内上市（上海、深圳证券交易所）（A股或B股）；②直接到境外证券交易所上市（比如纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、伦敦证券交易所等）（H股）；③间接通过在海外设立离岸公司并以该离岸公司的名义在境外证券交易所上市（红筹股）。而广义的上市，除了公司公开（不定向）发行股票外，还包括新产品或服务在市场上发布（推出）。尽管通过IPO实现退出是一个比较理想的方式，但相对于其他退出方式，IPO对企业资质要求比较严格，手续比较烦琐，成本相对较大（据媒体报道，2017年第一季度，共计108家企业拿到IPO批文，总费用为52亿元左右，平均每个企业上市的费用超过4 800万元），而且IPO之后存在禁售期，股价随市场波动在所难免，这些在一定程度上可能加大收益变现的风险，都值得关注。

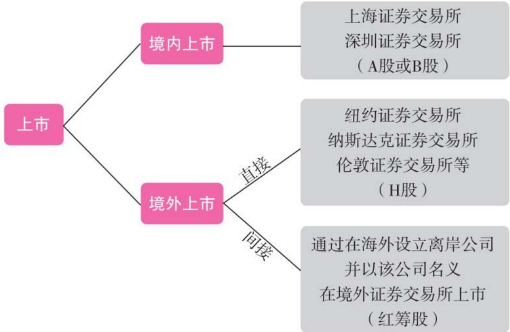


图4-16 上市的分类

第二节
主要风控措施

针对债转股存在的风险点，我们要多措并举、综合施策、标本兼治，严守底线、严防转移、严防扩散，防止系统性风险。

一、市场配资源

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出，“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革”，并按照这个要求，提出了经济领域众多新的重大改革举措。这是我国改革开放历史进程中具有里程碑意义的创新和发展，对全面深化改革产生了深远影响。

本轮债转股的《指导意见》明确提出：“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，建立债转股的对象企业市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制，政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股，不搞拉郎配。”具体是否要债转股，就是要市场主体自己说了算，特别是要经得债权人的同意。

因此，要严格坚持市场运作、政策引导，实施市场化债转股，如图4-17所示。紧扣“一资（资金筹措），二企（债权对象企业、转股对象企业），三价（收债价格、转股价格、退出价格），四股（转股的债权、转股的条件、股权的变更、股权的管理）”，实现市场化选择和确定，发挥市场的决定性作用。政府相关部门重在发挥导向作用，既要解决问题、帮助企业渡过难关，又要推动债转股有序开展，而不是行政干预。若行政干预过多，则实施机构很难通过市场机制选择对象企业，容易导致债转股企业鱼龙混杂，“拉郎配”现象频出。

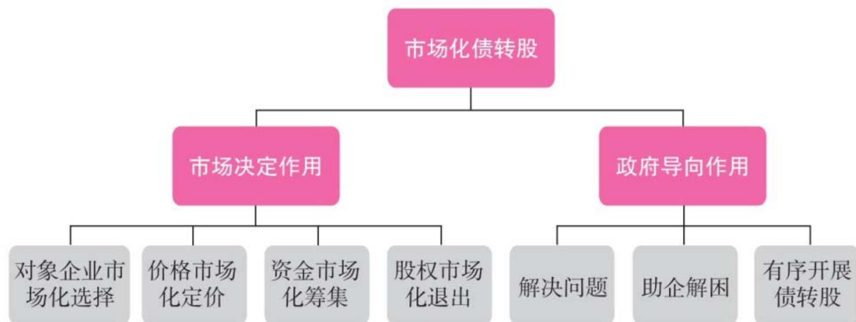


图4-17 市场配置资源

二、过程要依法

市场和法治被称为现代文明的两大基石。法治是市场经济的内在要求。党的十八届四中全会通过的《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》指出："社会主义市场经济本质上是法治经济。"

本轮债转股的《指导意见》明确提出，要"遵循法治，防范风险。依法依规有序开展市场化债转股，政府和市场主体都应依法行事"。因此，政府与各市场主体都要严格依法行事，如图4-18所示，各级政府及其部门要坚守"行为红线"，坚持"三不"——不干预债转股市场主体具体事务，不强制相关市场主体参与债转股，不搞拉郎配；做到"六不得"——不得确定具体转股企业，不得强行要求银行开展债转股，不得指定转股债权，不得干预债转股定价和条件设定，不得妨碍转股股东行使股东权利，不得干预债转股企业日常经营。同时，要注重保护债权人、投资者和企业职工的合法权益。



图4-18 依法有序开展市场化债转股

三、信用要约束

信用是市场经济的基石，是弘扬和培育社会主义核心价值观的重要内容，是经济社会正常运转、人们生活正常进行的基本保障。市场经济既是法治经济，也是信用经济。

本轮债转股的《指导意见》提出，要“加强社会信用体系建设，防范道德风险”。因此，要建立相关企业和机构及其法定代表人、高级管理人员的信用记录，纳入统一的区域和全国信用信息共享平台共享应用。支持征信机构采集失信行为，纳入信用记录和信用报告。构建参与各方失信行为联合惩戒机制，对于严重失信行为，及时在政府门户网站、国有企业信用信息公示系统等媒体上公开披露，依法依规追究国有资产流失等违法违规单位及相关人员的责任。具体如图4-19所示。



图4-19 信用要约束

四、投资要管理

投资者适当性管理是境外成熟市场在长期实践中，根据投资者保护实际问题逐步建立完善起来的一项制度，目前已成为国际资本市场的通行做法和基础原则。根据国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会2008年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》中的定义，适当性是指“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。投资者适当性管理，就是通过一系列措施，让“适合的投资者购买恰当的产品”，避免在金融产品销售过程中，将金融产品提供给风险并不匹配的投资群体，导致投资者由于误解而发生较大风险，如图4-20所示。

近几年来，我国资本市场一直在探索投资者适当性管理工作，陆续在创业板、股转系统、基金、金融期货等多个市场和产品领域建立起投资者适当性制度。《证券期货投资者适当性管理办法》的出台，标志着我国资本市场投资者适当性管理制度体系基本成形，必将对我国投资者，尤其是中小投资者的权益保护格局带来积极和深远的影响。



图4-20 投资者适当性管理

五、责任防转嫁

企业是降杠杆的第一责任主体，要切实扛起应负的责任。相关主体、企业股东以及政府部门，要明确职责，主动担责，各负其责，有效防止责任不合理转嫁，如图4-21所示。

①强化市场主体信用约束。不断加强社会信用体系建设，着力防范道德风险，积极构建参与各方失信行为联合惩戒机制，严厉打击恶意逃废债行为，依法追究违法违规单位及相关人员责任，防止应由市场主体承担的责任不合理地转嫁给政府或其他相关主体。而市场化债转股专业性极强，对投资者尤其是个人投资者而言，存在潜在的风险。因此，在市场化债转股中建立投资者适当性管理制度十分必要，要对投资者参与市场化债转股设定适当的资格与条件，鼓励具有丰富企业管理和重组经验的机构投资者参与市场化债转股。完善个人投资者适当性管理制度，依法建立合格个人投资者识别风险和自担风险的信用承诺制度，防止不合格个人投资者参与市场化债转股投资和超出能力承担风险。

②强化资产负债管理责任。合理设计激励约束制度，处理好企业长期发展和短期业绩的关系，树立审慎经营观念，防止激进经营过度负债。为避免债转股之后杠杆率降而复升，《指导意见》中专门明确了强化对债转股企业的财务杠杆约束，在债转股协议中，相关主体应对企业未来债务融资行为进行规范，共同制订合理的债务安排和融资规划，对资产负债率作出明确约定，避免债转股之后再重新大幅度举债，造成杠杆率再次超出合理水平、降而复升的情况。

③强化落实企业股东责任。按照出资义务依法缴足出资，根据股权先于债权吸收损失的原则。承担必要的降杠杆成本。也就是说，如果债

转股过程中确认有资产损失，这个代价必须由原股东先担责，有效避免债转股成为某些债务人的“免费午餐”。

④注重明确政府责任范围。政府不承担损失的兜底责任。政府负责制定必要的引导政策，完善相关监管规则，依法加强监督，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，为市场化债转股营造良好的环境，不干预债转股的具体事务，严格遵循市场主体自主决策、风险自担、收益自享原则，如果形成损失，该谁负责谁负责，政府不兜底。

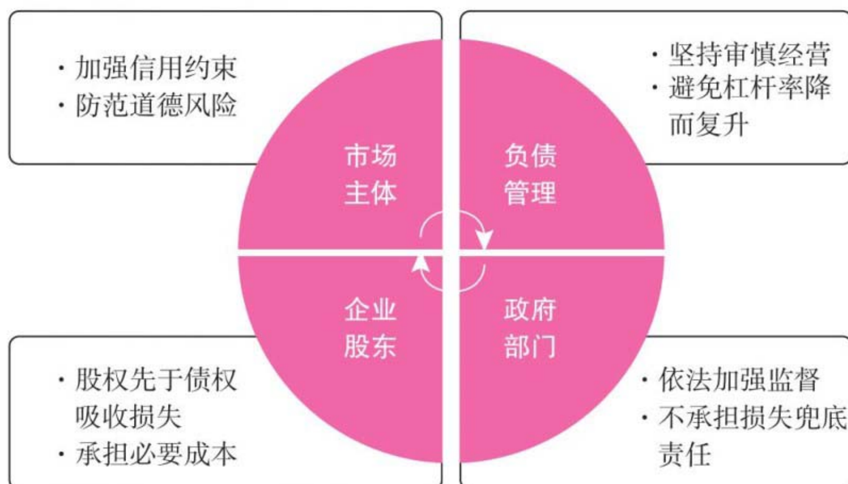


图4-21 防止责任不合理转嫁

六、风险防转移

在债转股实施过程中，实施机构把企业在银行的债权收购以后，转为在企业的股权。实际上，最终企业的风险转给了银行，银行的风险转到了实施机构，实施机构成为风险的最后承担者。当商业银行附属机构作为实施机构时，实施机构的经营状况会合并进入商业银行财务报表，直接影响商业银行业绩，如图4-22所示。

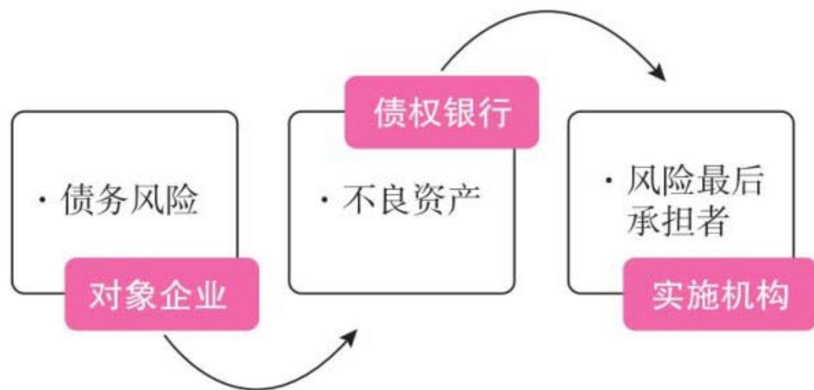


图4-22 债转股风险转移

2016年5月9日，权威人士在《开局首季问大势——谈当前中国经济》一文的最后部分就提出“经济风险怎么防”的问题，其中对于降杠杆的警惕度就非常高。文章指出：“高杠杆是‘原罪’，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、股市、债市、楼市、银行信贷风险等都会上升，处理不好，小事会变成大事。”

本轮债转股的《指导意见》明确，债转股后，实施机构变为实质上的股东，依法行使相应权利，在利好企业发展的同时也可能增加企业经营风险，进而影响商业银行、实施机构。其中的原因就在于，作为实施机构的主体，金融、保险和地方资产管理机构，国有资本投资运营公司，以及银行所属机构等，对于资本运营和资产管理较为熟悉和精通，但企业经营中的产品研发、生产销售等则需要相应的专业知识。缺乏专业知识容易导致派驻企业的管理决策人员认识误判或决策偏差，从而影响企业的正常发展，甚至导致企业出现亏损，进而对实施机构的业绩产生影响。

因此，把好前端、提前防范、做好隔离就显得尤为重要。要健全审慎监管规则，确保银行转股债权洁净转让、真实出售，推动实现商业银行附属实施机构财务独立，有效实现风险传导隔离，防止企业风险向金融机构转移，防止金融机构的风险向实施机构的转移。同时，要加强政策协调，强化信息沟通与研判预警，设立“防火墙”，提高防范风险的预见性、有效性，严密监测、监控降杠杆可能引起关联的链式反应，导致股市、汇市、债市等金融市场风险，防止风险跨市场传染；填补监管空白与漏洞，实现监管全覆盖，完善风险防范和处置预案，严守不发生系统性风险的底线，如图4-23所示。



图4-23 市场化债转股潜在风险扩散防范图

本章小结

市场化债转股能否顺利实施？实施之后能否实现效率、创造价值和安全退出？预期目标和未来结果之间存在着不确定性。因此，如何应对和化解市场化债转股面临的风险至为重要。本章首先基于企业风险管理涉及的风险识别、监测、计量、防范等环节，对市场化债转股的主要风险点进行了全面的透析，梳理了10个主要风险点，即转股观念偏差、道德风险高企、转股方式虚化、转股对象错配、综合成本难控、转股价格不实、配套机制乏力、后续资金断链、股权管理撕裂、股权退出不佳，并分别提出具体应对措施。其次，梳理归纳出债转股操作过程中风险的应对策略，包括“市场配资源、过程要依法、信用要约束、投资要管理、责任防转嫁、风险防转移”六个方面。最后，为了保障市场化债转股的有序顺利推进，需切实将风险管控植根于各类市场主体思想意识中，将其贯穿于债转股前、中、后全过程，高度重视风险，有效防范风险、审慎经营风险、科学处置风险，确保风险可视可防、可控可用。

第五章
市场化债转股有效推进的建议

党中央、国务院对降低企业杠杆率高度重视，从战略高度做出决策部署，把去杠杆列为供给侧结构性改革的五大任务之一，而市场化债转股作为降低企业杠杆率的七条途径之一，更受市场高度关注。在上一轮债转股的基础上，本轮债转股不断有新的探索和突破，从试点情况看不乏新的亮点。本书前面部分从动因概述、政策框架、操作路径和风险对策等维度，对本轮债转股进行了系统梳理和详细阐述，让我们对本轮债转股有了更加全面深入的认识和理解。但是，想要在更大范围、更深程度、更优效果上推进市场化债转股，仍需要在一些关键环节进行突破，在不断实践和总结中找到最优路径。本章将从这个角度出发，就市场化债转股有效推进的相关建议进行深层的探讨和分析。

第一节
债转股三大主体的选择与路径

参与市场化债转股的三大市场主体包括债权银行、对象企业、实施机构。在推进债转股的过程中，三大市场主体既是债转股的直接推动者，也是债转股取得成功的关键因素。

一、债权银行的现实顾虑和作用发挥

债权银行是指拥有企业债权的商业银行。在本轮债转股过程中，不再遵循上轮债转股“行政性选择和确定转股企业，并审批转股价格，金融AMC机构1：1从银行收购不良资产”的路径操作，而是按照法治化原则、市场化方式，依据国家政策导向，由银行、实施机构和企业自主协商确定债转股。面对市场化方式带来的利益博弈，债权银行存在一定的现实顾虑。

（一）债权银行积极性的调动

银行债权是指银行基于放贷行为产生的，并依法享有的要求借款人或承担连带责任的保证人按期还本付息的权利。因此，债权转股权会对银行自身的“造血功能”、当期利润造成影响。因非指令性参与，银行对参与实施债转股的积极性普遍较低，绝大多数持有“等待、依靠、要政策”的观望态度，主要有以下几点原因。

第一，银行面临信贷规模、当期收益和信贷结构调整的影响。根据《指导意见》的要求，本轮债转股的对象企业应满足发展前景良好、技术先进、能够盈利、无不良记录四方面的条件，并禁止将扭亏无望的“僵尸企业”、有恶意逃废债行为的企业、债权债务关系复杂的企业以及可能助长过剩产能扩张的企业作为市场化债转股对象。因此，申请实施债转股的对象企业主要以大型国企为主，其贷款对应在银行的五级分类中，多为正常类、关注类。这些企业贷款额度大、发展迅速，而且出资人是政府，支持力度较大，社会反映也较好，尤其是在目前“资产荒”的背景下，这些企业可以按时还本付息，有相应的抵押或集团担保措施，因

此，银行暂不担心其短期贷款风险，各家银行普遍将其视为优质客户。然而，实施债转股之后，银行将会面临信贷规模减少、当期收益降低、信贷结构调整等方面的影响，对其利润等考核指标会有较大影响，导致参与动力不足。尤其对某些股份制和地方性商业银行而言，难得与国有大型企业建立起合作关系，一旦实施债转股，对象企业可能在贷款银行和贷款规模上均会受到影响，致使其失去重要客户，导致参与债转股的意愿更低。

第二，企业的实质被掩藏，未在银行真实反映。在实际运作中，某些大型国企的资产并未做实，有的企业资产不实还相当严重。在企业提供的报表中，一般很难显示企业不实资产所占的比例，不实资产粉饰和掩饰了真实的财务状况，导致企业真实的偿债能力和报表上反映出来的偿债能力并不一致。有的企业在资产权证与财务账相符性，资产评估合法性，入账正确性，往来款项挂账真实性，对外投资合同、章程和账务核算真实性等方面或多或少存在不规范化管理。例如，浙江舟山在实施国有企业审计时发现，某企业在资产评估中，将不属于本单位的资产纳入评估范围，并将评估增值额调增资本公积处理，导致资产虚增超1.3亿元。同时，虽然某些国企集团整体表现尚可，但是，其中某些板块、子公司或投资项目通过借新还旧、短贷长用来维持，其真实的资产状况未如实在银行反映。面对资产不实的情况，如果直接实施债转股，实施机构必然会要求对银行债权进行打折，但是，与之对应的贷款又依然表现为银行的正常贷款。债权打折标准缺乏政策支撑，导致银行的需求和实施机构的需求很难达成一致，一定程度上影响了债转股的推进。

第三，部分银行缺乏推进载体。进出口银行等部分政策性银行以及大多数地方城商行、农商行暂时没有附属的实施机构，而新设实施机构除了需要一定时间之外，对于银行内部的能力水平，特别是外部的政策依据也有较高的要求。推进载体的缺乏，一定程度上影响了债转股的实施。

第四，债权和股权的收益与风险有区别。一是收益方式不同：债权一般情况下有固定期限和固定利息收入；股权没有期限，按企业盈利情况分红（股息），数额不确定。二是风险程度不同：当企业出了问题乃至破产时，按照债权先于股权的原则，清偿顺序不同，一般是先还债，后还股，股权可能得不到清偿。若实施债转股，债权变为股权后，固定期限固定利息收入成为视企业盈利情况而定的不确定分红（股息）。相

比于债权确定性的还本付息、有抵押担保和增信而言，股权因缺乏担保、救济措施，其安全性、流动性和收益性均有所降低，也会影响债转股的推进实施。

因此，调动债权银行的积极性，解决其思想上、政策上、风险上的顾虑，对有序、有效实施市场化债转股工作至关重要。

相关实施对策有以下几点，如图5-1所示。

①传递真实信息。部分对象企业由于担心银行了解真实情况后会采取抽贷、压贷和惜贷等措施，而选择“拆东墙补西墙”“借新还旧”等方式来还本付息，陷入恶性循环。因此，需要对债转股对象企业进行审计评估，厘清其真实的资产和经营情况，并将名为正常资产实为不良贷款的真实情况传递给债权银行。如果不实施债转股，随着风险的不断累积，企业最终可能难以为继，走向破产边缘。

②加强宣传引导。国务院部际联席会议成员要加强宣传引导，让债权银行充分认知推进市场化债转股的积极作用、现实意义和未来影响。对银行而言，至少有以下12个方面的积极意义，具体包括：化解潜在风险，提高资产质量，改善信贷结构，释放信贷规模，拓展投行业务，增加中间收入，留住客户资源，继续支持客户发展，增加参与债转股的实施机构等优质客户资源，信贷资金安全牢固，推动自身改革发展，实现转股溢价收益。

③明确分担机制。加强政策引导，建立市场化“三分担”机制，促进参与债转股的各类市场主体，按照自身角色和利益，对损失及风险共同分担。由于对象企业是造成目前困难现状最为主要的原因，应该成为损失的最大承担者。而银行发放贷款累加债务追逐利益，在风险管理上存在责任，加上前期已经获利，也要分担一定比例的损失。为了推进债转股落地实施，政府对实施机构给予一定税收、资金贴息等方面的适当支持，且实施机构也存在一定获利空间，因此也需要适度分担相应的风险。

④出台专项政策。部际联席会成员单位就债权银行不良贷款核销政策的放宽、核销税前抵扣、业绩考核、责任追究等进行专门研究，尽早出台有针对性的政策措施，支持市场化债转股的有序开展。

⑤平台联合实施。鼓励银行附属机构主动积极参与债转股的实施，

允许无附属实施机构且无条件自设附属机构的银行与资产管理公司合作成立实施机构，通过设立价低、额大、期长、条件优、可持续的基金进行债转股操作，基金由资产管理公司管理。

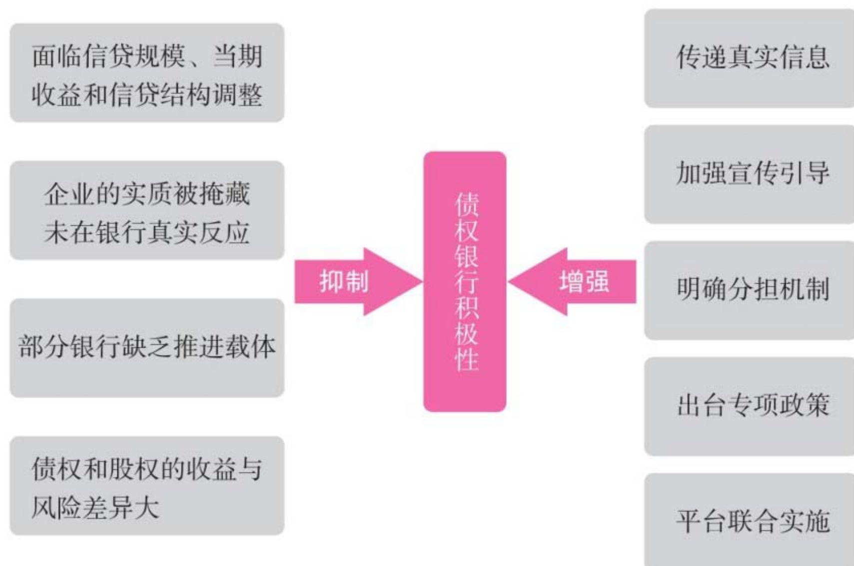


图5-1 债权银行积极性调动应对策略

（二）对银行贷款的分类处理

要顺利实施债转股，必须得到银行的支持，在银行具备转股意愿的基础上，还要解决以市场化方式向实施机构转让债权的问题。

从符合条件的拟债转股对象企业的债务分析来看，拟债转股对象企业一般资产负债结构不合理，加上低效、无效资产较多，在日常生产经营中负担重、压力大，其贷款实质上大部分已经沦为不良贷款，但是，为满足国资监管需要，完成公司董事会下达考核计划的需要，为解决短期的生产经营和授信评级等问题，它们往往通过借新换旧、短贷长用来维持，其对应在银行的多为正常贷款，而且有抵质押或者集团担保，能够正常还本付息。这种表面上正常的贷款潜藏危机，借新还旧、短贷长用加大了财务成本和利息支出，反过来又影响生产经营情况，恶化资产负债结构。如果经营情况没有好转，没有了来自银行的贷款，现金流迟早会断链，银行贷款就有可能变为不良贷款。

对于这种“有名无实”的正常贷款，在债转股时，对象企业及原股东会要求对实施机构收购的转股债权进行打折，实施机构收购转股债权时

也要求银行打折。但是，由于银行账面表现为正常贷款，银行不愿意打折，也没有充分的依据打折，从而无法做实收债价格、转股价格和股权转让价格，进而影响了三方进行债转股的积极性。

再者，如果不对转股债权进行打折，将导致实施机构收购成本的增高和资金筹集规模的扩大，进而导致对象企业的转股比例增加和退出难度加大，最终影响债转股实施的成效。

相关实施对策有以下几点，如图5-2所示。

①总行出台关于不良贷款核销、打折政策。银行处置不良资产的方式主要分为内部处理和外部处置两类。内部处理主要是核销，即企业在清查核实的基础上，将确实不能收回的各种应收款项作为坏账损失，及时进行处理；还有一种比较常见的内部处理方式是期限重组。外部处置主要是通过资产管理公司或交易所挂牌转让，如果是不良贷款，通常会打折处理。无论是核销还是打折处理，分行通常没有权限，所有不良核销都必须报到总行，尤其是核销贷款的审批过程非常复杂，需获得董事会批准，需要一系列证明材料来认定这笔贷款彻底损失，才能允许核销。因此，在面对一些“有名无实”的正常贷款时，需要总行出台相关政策，给予支持。近年来，财政部等相关部门已对不良贷款核销政策做了大量的简化和修订。《金融企业呆账核销管理办法（2013年修订版）》出台后，在核销条件和内容等方面都大幅放宽，涉及小微企业、涉农贷款、个人经营贷款等六项核销条件。《核销管理办法》给予了金融机构更多的操作空间，缩短了发生破产或清算后银行核销不良的等待期，在债务规模与日俱增的背景下，有利于银行清理坏账。但是，由于在财税政策上自主核销标准不能作为税前列支核销的标准，且各地税务部门对税前列支执行标准不一，银行业要主动与财政、税务部门积极沟通，争取更加灵活的不良贷款核销自主权和配套的税收政策，以缩短对于追索时限的要求，简化相关审核材料要求，统一核销税前列支条件。

②完善商业银行考核体系。2016年8月8日，《国务院关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知》（国发〔2016〕48号）强调，要“完善商业银行考核体系和监管指标，加大不良资产处置力度”，“支持有发展潜力的实体经济企业之间债权转股权”。其核心就是通过考核指挥棒，加大对债转股的支持和鼓励的力度。

③企业主动和银行沟通，暴露不良，寻求支持。当前中国经济处

于“三期叠加”阶段，经济增速放缓，经济结构深度调整，不少企业现金流萎缩，利润下滑，经营困难，产能过剩，行业贷款质量下滑，问题和风险呈现持续暴露、积累的态势。在这种情况下，企业唯有主动与银行沟通、暴露不良、寻求支持，而不是“瞒天过海”，才能从根本上解决问题，避免风险失控；也只有在真实掌握企业资产经营状况的基础上，银行才能多手段发挥以物抵债、核销等清收手段，加快存量不良处置，优化整体资产状况。

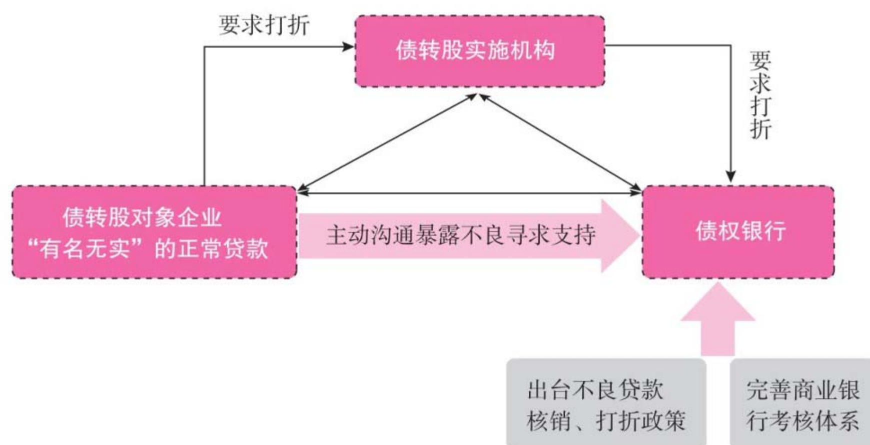


图5-2 银行贷款分类处理的应对策略

（三）组建和完善债委会，促进债权人沟通协调

在本轮市场化债转股过程中，资产规模大、市场主体多，由银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件等，急需由一个主体进行牵头，提高效率和公平。原因有以下三点。

第一，甄别转股对象不够全面。选好目标企业，是债转股顺利实施的关键条件。但银企之间存在信息不对称，银行无法实时动态掌握企业经营和风险情况，对企业底数和真实情况并不完全了解，在量体裁衣、对症下药、分类施策上，缺乏精准度。

第二，存在一定道德风险。在上一次大规模债转股过程中，就出现了企业通过资产转移、兼并等逃避债务的情况。本次债转股的企业中，有的仍然存在透明度不高、自律性不强的问题，可能会发生道德风险。

第三，多方协调难度很大。对象企业注册地和债权银行注册地不在同一个地方，绝大多数对象企业在实施债转股时面对的是债权银行设在当地的分行，而绝大多数银行分行无权决定是否参与债转股，更无权决

定采取什么方式实施。与此同时，对象企业要面对十余家甚至数十家债权银行，加上一家或多家实施机构，沟通协商的成本高、效率低。另外，随着近年来市场的发展，债转股涉及的利益相关方很多，各方利益诉求不一致，难以达成统一意见。

第四，债权银行的误判给对象企业造成隐忧。对象企业因为债务压力大，实施债转股的积极性较高，但想实施债转股却又不敢主动提出，存在多重顾虑：①担心贷款银行获知后，由于误判而带来停贷、抽贷的风险，影响暂且还能维持的生产经营局面；②担心向供应商、客户和其他合作伙伴传递负面信息，对整个供、产、销的经营过程带来负面影响，产生供应商停供、客户不再采购等连锁反应；③担心给股东、员工和其他投资者带来负面影响，形成社会舆论压力，造成不良反应。

2016年年初，银监会提出要建立和实施债权人委员会（以下简称“债委会”）制度，搭建债权人沟通协调的平台和机制，确保银行精准发力、分类施策。2016年7月6日，银监会印发《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》；2017年5月10日，银监会又印发《关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》。伴随着这两个文件的推进落实和一年多的实践运行，债委会制度内涵不断扩展，运作体系基本形成，债委会已成为当前去杠杆、防风险和支持实体经济“调结构”不可或缺的重要抓手。以河南为例，实践中明确了债委会信息共享、联合授信、共同进退、风险共防、集体会商五大工作机制，不仅起到了化解金融风险、支优扶困的作用，还关系到债转股的成败。

相关实施对策有以下几点，如图5-3所示。

在市场化、法治化债转股的过程中，债委会居“上中下”之“中”，要用全局性思维做好多层次综合协同。“上”要对接符合国家政策、监管部门的要求，争取地方政府对债转股工作的更多支持，依法依规，保障债权行利益。“下”要针对债转股企业，联合各成员银行，在建立风险隐患会诊与风险化解会商两大机制的基础上，形成一致行动方案，制订债转股计划，在有效缓释信用风险的同时，探索如何以温和方式降低企业负债水平，努力减少对实体经济的冲击，兼顾去杠杆与稳增长的平衡。

①建立多层级债委会。以银监会关于做好债委会工作的两个《通知》为基础，结合市场化债转股的特殊性，建立收债前的银行债权人委

员会、收债后的实施机构债权人委员会两类债委会，或者使实施机构提前加入银行债权人委员会。

②细化明确运行规则。具体包括明确债委会的权利职责和议事规则，强化债委会的功能。为不影响企业的信誉和生存发展，债委会成立后对对象企业不断贷、不抽贷、不压贷、不降贷，同时为对象企业提供正常的生产经营活动所需的发展资金。对议事事项实行表决制，超过三分之二票即通过。规定必须在一定期限内达成一致协议，如果达不成一致，则进入清算破产程序。

③减少操作时长。为解决前期债委会的协商沟通难题和后期转股企业的公司治理结构优化问题，成立债委会后，可由1～3家主要债权银行先行对其他银行的债权进行收购，再由实施机构从集中债权的银行中收债，或者邀请实施机构提前介入参与债权整合，提升对象企业、实施机构和主要债权银行的沟通效率。

④强化信息交流和监管。通过债委会制度，各债权行形成信息共享、风险共防等制度，通过信息交流、账户监管和资金监测等方式，探索如何解决企业信息不实、挪用资金等问题，以统一联合行动制裁恶意逃废债行为，合理保护金融债权，预防可能衍生的道德风险。

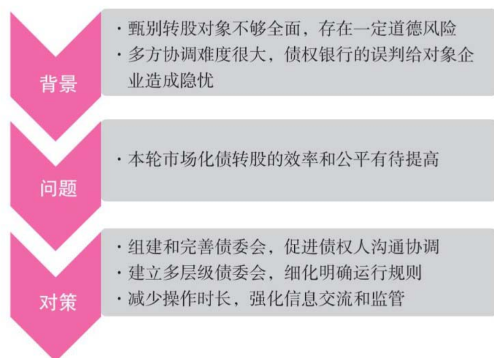


图5-3 组建和完善债委会，促进债权人沟通协调

二、对象企业的据实选择和心态回归

在《指导意见》中，明确本次债转股的对象企业是“有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业”。理解这句话要抓住两个关键：一是“有较好前景”，二是“遇到暂时困难”。对此，可以深入理解为，优质企业实质

上是“三好”企业，或者是“两有一无”企业。第一“好”是指发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；第二“好”是指“主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标”；第三“好”是指信用状况好，“无故意违约转移资产等不良信用记录”。

除了明确对象企业要为优质企业外，《指导意见》还深化提出了“三鼓励”“四禁止”的正面和负面清单。“三鼓励”类企业是指：①鼓励“因行业周期性波动导致困难”的企业，“困难”是指行业周期性波动，但仍有望逆转；②高负债而财务负担过重的成长性企业，“特别是战略性新兴产业领域的成长型企业”；③“高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业”。“四禁止”类企业是指：①扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；②有恶意逃废债行为的企业；③债权债务关系复杂且不明晰的企业；④债转股以后有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

但是，在实际的市场化操作中，对象企业纷繁复杂，面临的情况千差万别，仅仅靠较为宏观的概念性指导性意见远远不够，还需要据实优选、甄别对象企业，提升债转股的成功率。

（一）据实优选拟债转股试点企业

《指导意见》明确了对象企业的选择条件，以强周期、重资产和高负债的大型国有企业为主，现实情况却往往面临以下两个问题：

第一，这些国企大部分经营困难，账面资产负债率在80%左右，进行资产评估并核销后，有的甚至资不抵债，虽然可能符合“三鼓励”的要求，但是在目前的经济环境下，却不是真正意义上的优质企业；

第二，这部分企业实施市场化债转股的意愿最为强烈，但实施单纯的债转股又解决不了实质性的问题。

相关实施对策有以下几点，如图5-4所示。

①协调推进“四个一批”。致使企业困难的原因有很多种，本次债转股以解决企业债务负担过重为主，但符合条件的对象企业不能“为转而转”，必须以债转股为抓手，综合运用降杠杆率的七条措施，同步做好“四个一批”：巩固加强一批，创新发展一批，重组整合一批，清理退

出一批。

②鼓励据实确定转股对象范围。转股对象可以是集团，也可以是集团的某一个产业板块，还可以是集团的某一户或某几户企业。可以集团单独转，也可以将集团内的几家关联企业打包整体转，还可以将集团部分资产剥离后再转，但转股后的企业必须有造血功能和持续发展能力。

③循序渐进式推进。首批转股企业成熟一家推动一家，选择不同行业、不同区域、不同属性的央企和地方大型国有企业进行试点，以最大化地发挥试点成效，通过先试点、后总结、再推广的模式有序推进。

④选择优质企业试点。选择债权与债务关系相对简单，有关联上市公司或者转股后能够培育成上市公司的企业集团进行试点，确保建立充分利用资本市场的退出机制。

⑤选择优质实施机构试点。由符合监管要求的银行大型附属机构、四大金融资产管理公司、有能力与实力的地方性金融资产管理公司和改组组建的国有资本投资运营公司担任试点实施机构。

⑥给予司法政策支持。对象企业实施债转股，必须精干主体、剥离辅业，加大对关联“僵尸”、空壳、低效和无效等辅业资产的关停并转，剥离企业办社会职能，依法实施破产重组或重整，对此需要在司法制度上给予相关政策支持。

⑦建立对象企业项目库。各地可以以“三好、三鼓励、四禁止”要求为基础，进一步细化明确，以增强对银行的指导性和可操作性，甄选对象企业。同时，及时了解符合条件企业降杠杆的意愿，建立潜在对象企业项目库。

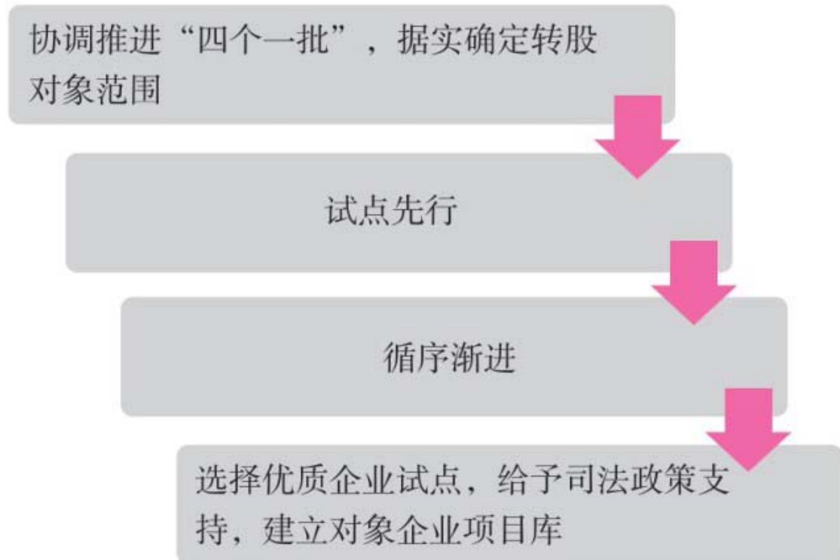


图5-4 据实优选拟债转股试点企业实施对策

（二）钢煤行业债转股的整合与延展

按照《指导意见》条件，符合“三类鼓励”的对象集中在钢铁和煤炭行业，在确定债转股试点时，必须考虑到行业企业面临的问题。

第一，行业产能严重过剩，大部分企业短期内扭亏困难。

第二，全部实施债转股，可能助长过剩产能扩张和增加库存。

第三，资产规模大且负债率太高，进行债转股所需资金量巨大，实施难度不小。

第四，集团板块取得贷款方式不一样，有的通过下属生产企业直接向银行贷款，有的通过集团贷款后转借给下属生产企业。如果下属企业进行债转股，那么集团贷款后转借部分如何处理？这些都是问题。

第五，煤矿企业更为特殊，受周期性影响，现实情况是：有的矿井关闭，有的矿井生产，有的时停时产，情况特别复杂；而且，关闭煤矿资产流动性很差，处理回收率很低。

第六，钢铁和煤炭行业就业人员众多且年龄偏大，这部分人员的再就业难度较高，人员分流负担过重。

相关实施对策有以下几点，如图5-5所示。

①可以把钢煤企业作为本轮债转股的重点对象之一，但支持范围应倾向于具有多主业的钢煤企业。在实施债转股前需要进行梳理，盘活企业的存量资产，理清企业的债务关系。

②加大钢煤行业兼并重组和产业整合力度，坚决去掉过剩产能，淘汰落后产能，优化行业生态环境，为行业所属企业的后续债转股和转型发展提供空间。

③对钢煤企业下岗职工的安置与再就业，给予政策支持和财政支持。

④对资不抵债、停产关闭的企业，依法实施破产清算，为集团或其他板块的企业进行债转股创造条件。

⑤在下属企业实施债转股时，对由集团向银行贷款后转借给下属生产企业的债务，可以一并纳入债转股范围。

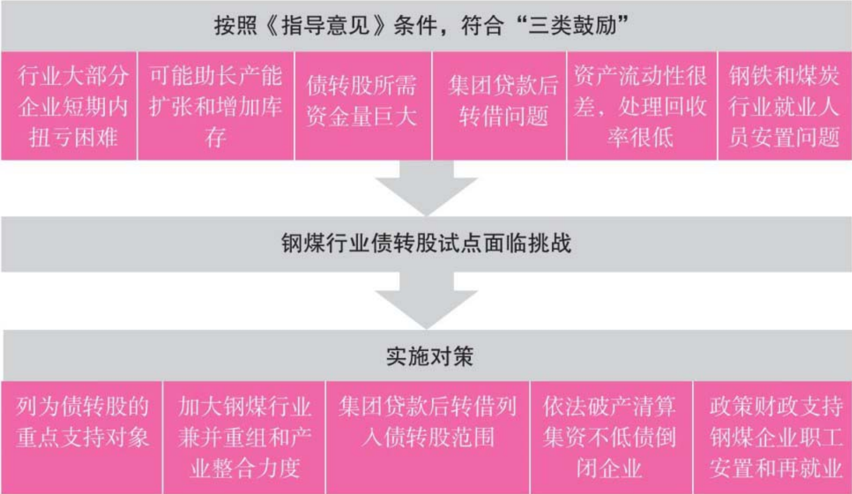


图5-5 钢煤行业债转股的整合与延展实施对策

（三）扭转企业心态回归债转股本质

在实施债转股中，对象企业普遍存在以下七种典型心态。

①逆向选择：正常经营的优质企业不愿意债转股，经营困难的企业参与动机较强，转股意愿强烈。

②转劣存优：希望转出不良、坏账、低效、无效等问题资产所对应的债权，而不愿拿出有效、优质、能够支持未来持续发展的资产。

③成本敏感：十分重视债转股的成本，忽略了暂不付出的债权利息，将来需要付出更多的股权红利来补偿。

④迫不得已：迫于改善资产质量现状和应对上级考核，明知道转股负担会加剧，还是希望多转股。

⑤渴望掌控：想提高转股价格，让实施机构少占股比，从而实现继续控制企业的目的。

⑥过于乐观：把未来前景描绘得过于理想，但没有实质性的收入、产品、业务、市场、利润来支撑。

⑦茫然无措：想转股却不知如何转，难以设计方案；同时，押宝式地认为债转股后企业的所有问题就迎刃而解，缺乏配套的后续方案。

以上这些心态的存在，影响了债转股的推进实效，难以实现对企业盈利能力的真正提升。

相关实施对策有以下几点，如图5-6所示。

①积极引导，调动优质企业参与积极性。将降债减负纳入考核体系，与企业绩效挂钩，促进其由被动参与向主动实施转变。

②挤干水分，做实股权价值。债转股会对企业的现金流产生影响，由原来的还本付息变为按股分红。所以，债转股评估中的重点是对股权价值以及债权比例的评估，这将影响未来分红的比例。然而，由于对未来现金流的估计有所不同，不同的评估方法可能会导致评估结果有高有低。其中最重要的影响因素跟企业未来的经营管理有关。假如由原来的管理团队继续经营，一般其评估结果会偏低；假如考虑了战略投资人的协同效应来测算未来现金流，其评估的价值就会偏高。此外，股权价值也会根据留债的比例有所调整。对于资产处置和转股方案中的估值，要注意以下几点。

第一，注意合法合规性。在判断企业上，既要看是否为“僵尸企业”，如果是，则不能进行债转股；同时，还要看企业的技术、产品市场、环保和资信等基本情况是否都符合现有管理规制和政策要求。

第二，注意安全性。既然是市场化债转股，无论是不良贷款，还是正常贷款的债转股，实质上都是一种投资行为。从投资角度讲，首要关心的应该是安全性。目前市场上债转股需求量最大的企业更多地来自产能过剩行业，比如钢铁、煤炭、化工、造船、建材等。因此，需要判断企业遇到的困难是否有可行的改革计划和脱困安排，如果预计企业债转股之后依然有困难，那么对它们实行债转股就是不安全的。

第三，关注收益性。也就是指企业未来的成长性。如果企业只是暂时有困难，未来的发展前景会变好，那么企业就具有成长性，实施债转股的未来效益就值得预期。



图5-6 债转股实施中扭转企业心态的实施对策

三、实施机构的顾虑和有效参与

就实施机构而言，以银行为界分为两大类。第一类是银行内部：①利用现有服务条件的实施机构；②申请新设的符合规定的附属机构。第二类是银行外部：①金融AMC；②地方AMC；③保险AMC；④国有资本投资运营公司。

（一）减少实施机构的参与顾虑

实施机构是市场化债转股的关键市场主体，在参与债转股时，会以股权退出价格确定转股价格，以转股价格确定债权收购价格，以股权价值确定安全性，以退出方式确定流动性，以价格差异确定收益性。其对债转股后股权关注要点主要集中在以下三个方面。

①安全性问题。如果转股后的股权安全性较转股前的债权相当或更高，则贷款银行和实施机构的积极性就会提高；反之，贷款银行和实施机构的积极性就降低。

②流动性问题。也就是说，转股后的股权需要具有较强的流动性。转股前，作为银行贷款，银行还可以按期收本收息；转股后，有可能面临对象企业若干年的“无红可分、有红不分、能分少分、最好不分”的情况，同时，又不像第一轮政策性债转股面临较好的外部经济环境，股权或资产具有较大的升值空间。此时，如果债权不能转为上市公司或拟上市公司股权，那么转股后股权短期内几乎没有流动性，中长期存在太大的不确定性，没有可预期的退出通道，贷款银行和实施机构的参与积极性也不高。

③收益性问题。如果未来收益性得不到保障，实施机构的动力就会不足。影响退出收益性的矛盾至少有两对：一是实施机构“希望收债价格低”与贷款银行“希望转债价格高”之间的矛盾；二是实施机构“希望转股价格低获得较多股权”与对象企业原股东“希望转股价格高占有较少股权”之间的矛盾。另外，大量的低成本、长期限的资金筹措，也是实施机构顾虑的地方，导致其即使看到参与债转股的机会，依然有等待观望的情绪。

④合规性问题。债转股实施机构既有金融机构，也有非金融机构，适合的监管政策并不一致。例如，并表式基金模式、先股后债模式、理财资金管理等配套监管政策并未予以明确。若配套监管政策到位，则实施机构的参与意愿就强；反之，实施机构参与意愿较弱。

相关实施对策有以下几点，如图5-7所示。

①把好试点备案关。在试点项目的前置备案时，重点审查是不是“为转股而转股”，核心看企业是否与深化企业改革和建立现代企业制度协同推进，包括健全公司法人治理结构、市场化薪酬分配制度、市场化内部用人制度等，通过体制机制创新不断增强造血功能和可持续发展能力。

②增强退出预期。支持有上市公司的对象企业或有关联上市公司的对象企业，或具备培育上市条件的企业进行债转股，建立债转股企业上市绿色通道，为实施机构退出留下空间。

③给予政策支持。由于实施机构为本轮债转股风险的最后承担者，为了降低分担风险，消除后顾之忧，在政策支持上就有必要给予集中倾斜。同时，制定负面清单，确保对象企业转股后的资产安全，防止大股东、原股东或实际控制人侵占企业和其他股东的权益。



图5-7 增强债转股实施机构参与积极性的实施策略

（二）充实市场化债转股资金来源

从数据分析看，在上一轮政策性债转股中，平均每家转股企业资金需求为7亿元左右，资金主要来自央行的再贷款和四大资产管理公司发行的金融债券。在本轮市场化债转股中，每家企业的资金需求从几十亿元到上百亿元不等，全国需要上万亿元的资金。而实施机构的自有资金非常有限，通过混改、信贷、发债等筹集到的资金也有限，政府财政支持也有限，资金不足直接制约债转股的效果。

目前，最可能的债转股资金来源包括信贷资金、发行债券的资金、募集市场化基金的资金（包括但不限于保险资金、养老金、银行理财资金、资管计划和信托计划、私募股权基金等），但这些资金多存在成本较高、期限较短、条件较多的问题。例如，保险资金参与债转股的政策

壁垒和细则尚不明确；信贷资金（尤其是续贷）、养老金对贷款主体的企业资质要求高、额度有限；基金资金、信托计划和资管计划等成本较高、周期不长；发行债券筹资对发行主体要求较高、募资额度有限。上述资金特点与实施债转股所需要的期限长、成本低、额度大、条件优和可持续的资金特点存在差距。

上一轮债转股央行提供了5 700亿元再贷款，此次债转股需要的资金规模更大，国发〔2016〕54号文明确鼓励实施机构面向社会投资者募集资金，如第三章提及的通过符合审慎条件的新型私募股权投资基金、信托产品、资管计划产品，引导合格社会投资者投资至债转股；面向社会投资者募集资金在实施阶段存在较大局限和瓶颈，那么，在适当的条件下可通过中央和地方的支持，建立政府引导基金、专项建设基金，甚至争取央行的再贷款。

相关实施对策有以下几点，如图5-8所示。

把解决实施市场化债股的资金作为关键要点，统筹各方研究支持。

①建立财政引导基金。中央和地方财政层面均能出资设立债转股专项引导基金。引导基金是由各级政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，不以盈利为目的，通过政府财政性资金投入，引导社会资本积极参与市场化债转股。

②建立专项支持资金池。创新运用国家专项建设基金，在支持项目清单中增加债转股专项，或者建立类似专项建设基金的余额大、价格低、期限长、条件优的政策性资金池。在操作上，可用于对实施机构进行增资扩股，或者新设债转股市场主体，保证资金专项运用于债转股。

③增强资金综合筹集能力。国家和地方政府发行低成本的债券，募集债转股资金认购实施机构发行的基金。制定实施机构向社会投资者募集可用于股本投资资金的操作办法。支持实施机构发行债转股专项企业债券。创新多渠道运用金融市场工具，增加实施机构流动性。由于很多地方性金融资产管理公司成立不久，应降低地方资产管理公司发行债券的条件，简化发行的手续。

④鼓励合作实施债转股。鼓励实施机构之间加强合作，由实施机构采取合作的模式共担风险，共享收益，共筹资金来解决实施债转股所需资金。更重要的是，促进发展混合所有制，股权结构多元化，规范公司

法人治理，发挥各自优势，帮助企业发展。

⑤审慎批准个人投资者。为了有效隔离风险，避免转股后股权的退出与个人投资者直接关联，特别是形成一一直接对应关系，债转股的资金不主张直接用个人投资者的资金。如果采用个人直接投资者的资金，需建立相应的准入门槛和合格条件。

⑥建立新型私募基金。放宽私募基金管理人申请资格限制，由银行系资产管理公司牵头成立期限长、额度大、成本低的新型私募基金，实现实施机构与代理机构的错位竞争。

⑦新设专业操作平台。由资产管理公司联合银行及投资运营公司，成立专门用于市场化债转股的操作平台，特别是支持联合没有附属机构、又在当地拟实施债转股企业中有较多贷款余额的城商行和农商行成立。

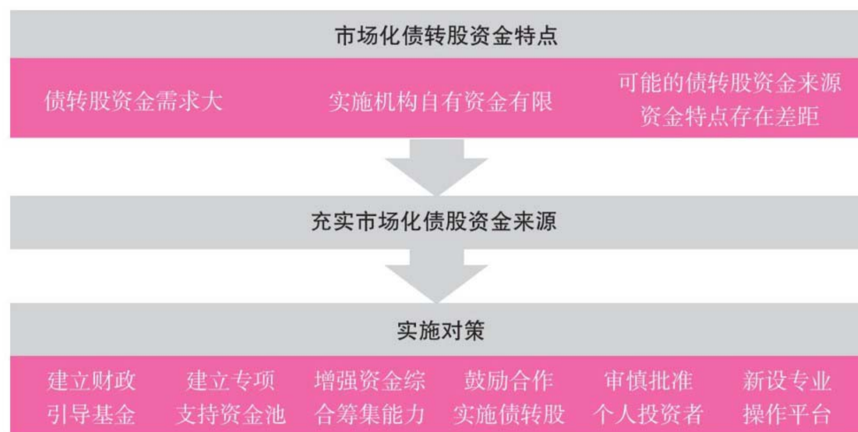


图5-8 充实市场化债转股资金来源的实施策略

（三）保证取得债权的公平竞争

转股债权主要以银行贷款为主，而实施机构则可分为银行附属和非银行附属两类。银行附属实施机构和银行具有天然的利益关联，而且出售债权的主动权又掌握在银行手中，因此，银行在出售债权时，一方面有可能倾向于将质量好的债权卖给自己的附属实施机构，而将质量差的债权对外出售；另一方面，有可能倾向于将同样的债权以较低的价格卖给自己的附属实施机构，而以较高的价格卖给外部实施机构，从而形成内外有别、先内后外、先好后差的债权出售方式。

基于上述原因，非银行附属实施机构与银行附属实施机构在收购债权时，存在难以在同一起跑线上公开参与竞争的风险，从而影响非银行附属实施机构的积极性，无法实现《指导意见》鼓励的公开、公平、公正竞争开展市场化债转股的要求，最终影响政策执行的效果。

事实上，银行为了确保短期利益不受影响，可能采取“出表不出清更不出效”的方式执行政策，其附属实施机构参与的债转股，没有完全做到“确保银行转股债权洁净转让、真实出售”的要求，反而使得企业的债务风险不断累积和后延。

相关实施对策有以下几点，如图5-9所示。

①守住洁净转让底线。在制定市场化债转股操作细则时，将转债程序和要求进行重点规范，特别是明确“洁净转让、真实出售”的底线标准。

②统一认识，明确债转股的内涵，界定实施机构的业务边界。希望发改委能够协调部际联席会议成员单位，统一思想，形成共识，力争实现监管政策导向与实施机构业务的协同发展，明确债转股的真正内涵，科学界定实施机构的业务边界。

③制定实施机构标准。在明确市场化债转股试点项目时，将对实施主体资格审查作为重要内容，不仅要有资金筹措能力、还要有股权管理能力。制定参与企业市场化债转股实施机构条件，鼓励不同类型实施机构加强合作，以充分发挥各实施机构之间资金融通、资产管理、资本运作、资源整合的协同优势。

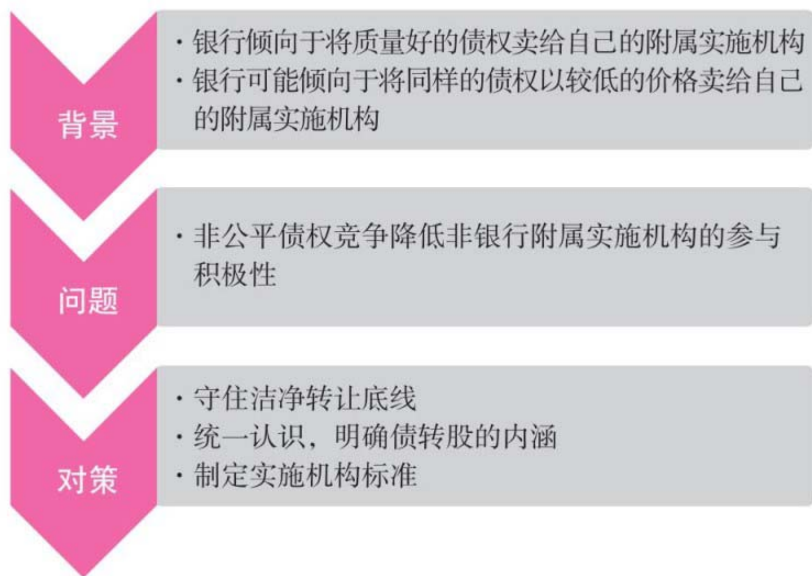


图5-9 市场化债转股保证债权公平竞争的实施策略

（四）加强政策引导警惕明股实债

《指导意见》印发后，少数债权银行认为实施债转股较为困难，存在难以找到有意愿、能力和实力的实施机构等问题，对此，建议对象企业通过设立基金的形式予以解决，并用银行理财资金认购设立的基金部分，由对象企业认购基金劣后部分，然后把基金以明股实债的形式投入企业，要求对象企业进行兜底回购。上述方案虽然没有增加原有的资金成本，且以时间换空间，起到了暂缓风险和压力的暴露，但是，这不是真正的债转股，杠杆率没有真正下降，没有解决实质性问题，延缓了暂时的矛盾，却积累了较大风险，一旦爆发，化解难度更大。同时，地方政府也有可能积极迎合，使包装后的“债转股”成为一种体现改革的形象工程。

相关实施对策有以下几点。

①强化政策导向。实施市场化债转股可以达到“转股前减债，转股时发展混合所有制或股权多元化改善治理，转股后建立健全多层次资本市场”等多重成效；而明股实债的非真实洁净转让的债务重组，不仅达不到目的效果，还会隐藏积累风险，不应享受债转股相关支持政策。

②杜绝负面宣传。鼓励各类市场主体运用多种路径降企业杠杆率，

但要防止各类市场主体基于自身利益做负面引导，使政策执行出现偏差。

第二节
债转股推进重点突破的六个问题

本轮债转股推进时间还不长，根据对上轮债转股的分析及对本轮三大实施主体、四个重点环节的研究预判，需要重点突破六个方面的问题，如图5-10所示。

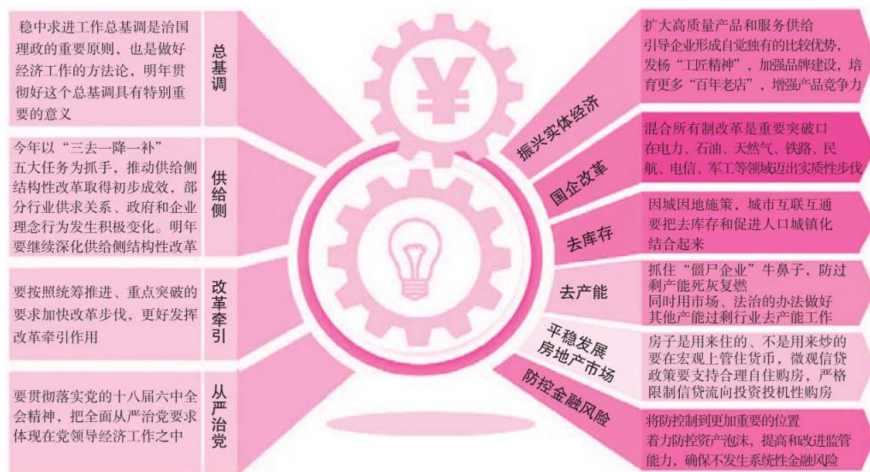


图5-10 市场化债转股推进重点突破的六个问题

一、清产核资问题：硬性考核指标，清产核资难度大

如前述，很多对象企业为维持日常运营，其经营性现金流不能覆盖银行贷款本息，通常采取借新还旧、短贷长用来解决临时性问题，银行贷款越积越多，财务成本越来越高，经营收入和利润支付银行贷款本息越来越困难，给对象企业的生产经营和技术改造带来不利影响，导致对象企业盈利减少或者亏损加大，但企业为了应对考核或者财务指标的要求，一直未计提坏账和核销资产。在实施评估和核销时，需要消化多年积累的问题资产，甚至可能会核销到企业的注册资本。

相关实施对策有以下几点，如图5-11所示。

①转股前“五个做实”。为了公平维护各方利益和为市场化债转股打好基础，有条件、有意向的对象企业在转股前必须进行审计、资产评估和清产核资，做实业务、资产、负债、权益和人员，以此为基础制订务实可行的改革计划和脱困安排。

②明确时间节点。对对象企业的清产核资，在各市场主体达成债转股一致意见后，再聘请第三方专业机构启动，在确保真实性、客观性的同时避免重复工作。

③完善核销政策。切实做实对象企业的资产，需要财政和国有资产管理部门协同出台相应的政策，以便对参与债转股的国有企业的损失资产进行核销。同时，明确核销过程中发现的因各种原因导致国有资产减值或流失的追责原则。

④评估结果运用。对核销到注册资本的对象企业，将实际评估和核销情况作为债转股时的估值依据，对于经评估资不抵债的企业依法进行破产清算，或由对象企业股东补充资本金，重新注入资产，进行企业或业务板块间重整，待符合条件后再进行债转股。



图5-11 债转股对象企业清产核资问题及实施对策

二、经营负债问题：直融占比增高，经营负债难处理

本轮市场化债转股主要转的是银行贷款，有的对象企业近几年大量发债，直接融资与银行贷款额度相当，甚至占比更高。有的企业由于生产经营困难，长期拖欠供应商的货款等形成巨额经营性负债。对于已经发行债券的对象企业，如果把银行贷款进行转股，将给对象企业的信誉和评级造成影响，难免会引起投资者的顾虑和误判，甚至要求对象企业提前兑付购买的债券，形成挤兑效应，造成连锁反应。同时，经营性负债涉及所处行业及相应上下游企业，影响人员众多，把银行贷款转股，经营性负债怎么处理——如果还债，资金从哪里来；如果留债，债务重组怎么做，这些在债转股时必须同步统筹考虑。

相关实施对策有以下几点，如图5-12所示。

①坚持按照《指导意见》的精神，以银行贷款为主进行债转股。对象企业分类厘清负债情况，在对所有债务分门别类进行协商沟通的基础上，拟订一揽子整体解决方案。对于没有化解各类债务整体解决方案的企业，不支持开展市场化债转股试点。

②针对以发债等方式进行直接融资的企业，如果发债额度较大，附加提前兑付条件，且其披露信息与真实情况严重不符的，要慎重列为债转股试点企业。

③可以支持对象企业将直接融资负债和经营性负债转为优先股，力争获得尽可能多的债权人的支持和理解，尤其是与转股企业关联关系密切的债权人。



图5-12 债转股对象企业经营性负债问题

三、债委会协调问题：债权关系复杂，债委会协调不易

债转股面对的债权银行较多，少则几个，多则几十个。债权银行多会出现两种情况：一是贷款情况不尽相同，情况复杂；二是银行内部管理差异太大，难以统一。在这样的情况下，无论是用途、期限、利率、额度、担保措施，还是业务流程、权限审批、指标考核、贷款管理、风险控制、自身诉求，都会出现协调难、沟通难、占用期限长等问题。因此，必须要发挥债委会的协调作用。

债委会具有临时性、自律性和协商性“三性特征”。其着力的四个方面工作包括规范与细则、指导与协调、质量与效益、方法与措施。其运作的重要目的是达到“三稳定”——稳定预期、稳定信贷、稳定支持，最终要达成一个协议。但是，几十家银行达成一个协议，并非是一件容易的事，这里面至少有六项工作要做：确定主席银行，明确议事规则，加大资金支持，实施债务重组，争取企业配合，加强监管协调。这六个方面做好了，基本就能促进协议达成。

四、转后管理问题：暂时化解风险，转后管理是关键

债转股化解企业债务，虽然短期内见到了立竿见影的效果，并起到了降债减负的作用，但从某种角度上讲，只是将潜在风险从对象企业转移到了金融机构，从债权银行和对象企业转移到了实施机构，实现了对象企业的降债减负，以及对实施机构的升债增负。如果后续对象企业的经营发展没有实质性的改善和改变，不仅对象企业会重新进入困境，实施机构也将陷入困境。

同时，对象企业债转股后，实施机构成为对象企业的股东，这将改变对象企业的股权结构。对债务规模大的对象企业来说，如果转股规模大，那么实施债转股后，实施机构可能会成为对象企业的主要股东或大股东。实施机构既无对象企业所处行业的经验，也无相关人才储备，要控股经营，会面临很多问题和障碍。

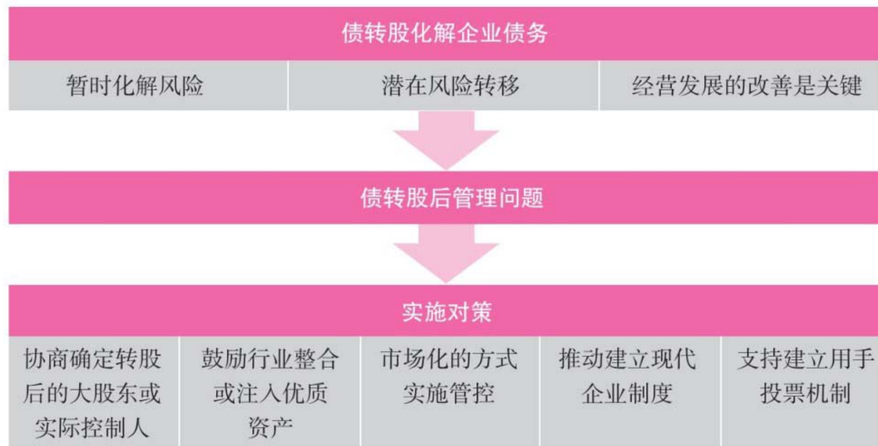


图5-13 市场化债转股后管理问题

相关实施对策有以下几点，如图5-13所示。

①在债转股前，由对象企业的原股东、债权银行和实施机构一起协商，确定转股后的大股东或实际控制人，然后再倒推需要进行转股的债务规模。

②如果债转股实施后，原大股东或实际控制人失去其地位，鼓励通过行业整合或注入优质资产维持原大股东或实际控制人地位，使企业尽快恢复造血功能并做大做强，保障实施机构的利益。

③一旦实施机构成为大股东和实际控制人，按照市场化的方式实施控股型管控模式，重点在于选聘经理层，健全公司治理结构，建立权责对等、运转协调、制衡有效的决策执行监督机制。

④不管谁作为大股东或实际控制人，均应在对象企业推动建立现代企业制度，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的市场化经营机制。

⑤支持建立实施机构在对象企业用手投票机制，对直接影响债转股股东利益的重大决策事项享有特别权利。明确债务安排、融资规划执行约束力，以及财务杠杆率、资产负债率超警戒线的联合惩戒措施。

五、股权退出问题：提质增效周期较长，市场化股权退出

《指导意见》指出，应采取多种“市场化”方式实现股权退出。实施机构对股权有退出预期的，可与企业协商约定所持股权的退出方式。债转股企业为上市公司的，债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定。债转股企业为非上市公司的，鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出，如图5-15所示。

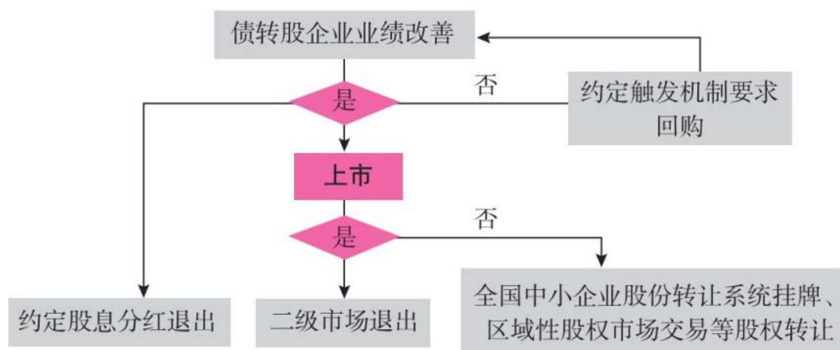


图5-14 债转股市场化退出方式

债转股能否成功退出，是检验债转股成效的一张“成绩单”。如图5-14所示，目前，债转股有以下几种退出方式：①标的企业上市后，通过二级市场转让实现退出；②以对象企业债权参与上市企业的定向增发，通过二级市场转让实现退出；③企业实现兼并重组后，通过第三方转让来实现退出；④约定股息分红率，通过分红实现逐步退出；⑤与原股东约定一个触发机制，通过回购的方式实现退出；⑥设立一个债转股的转让平台，通过该平台转让实现退出。但如何提升退出的效率和效益，还需要关注以下一些重点环节。

（一）交易环节的政策约束

通过二级市场退出受到证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的约束，造成实施机构通过减持方式退出困难。国有企业是本轮市场化债转股的重要对象，在收债、转股、退出等环节均存在资产交易，若按《企业国有资产交易监督管理办法》（财政部32号令）规定执行，既对市场化债转股效率有较大影响，又增加交易成本。

相关实施对策如下。

针对经国务院部际联席会议备案的债转股项目，建议证券交易所针对实施机构减持债转股对象企业的行为酌情予以考虑，例如，适当放宽

交易的期限和比例限制，或者支持大宗交易和协议转让。

对于实施机构在开展债转股和其他资产收购处置过程中涉及国有资产转让的，支持采用非公开协议转让方式，规范审批，简化程序，提高效率。

（二）税收类多费重

市场化债转股涉及清产核资、债权收购、债权转股、股权登记、股权退出，还会伴随重大债务重组、资产重组、企业重组等，税费环节多、种类多，税基大。在实施机构成立债转股基金时会产生印花税，在基金退出时会产生增值税和所得税等。

相关实施对策有以下几点。

①优化存量。执行现行税收优惠政策，企业重组相关税收优惠政策适用于债转股。

②补充增量。税务部门对债转股涉及收购、转股、退出三个环节的税费给予优惠政策，包括允许银行对打折债权进行税前核销，对增值税、所得税、印花税等进行减免。

（三）后续经营的输血需求

债转股企业一方面有存量的留债，另一方面有增量的融资需求，转股后提质增效还有一个过程。留债部分不能停贷、抽贷、压贷，新的融资需求需要满足。如果银行转债退出后不能正常提供融资支持，则将使得债转股企业的后续发展依然陷入融资困难的境地，自身无法获得恢复发展，实施机构也无法安全退出。

相关实施对策有以下几点。

①银行不能一退了之，应当将提供低成本、长周期的后续资金支持作为债转股实施约束条件之一。

②创新设立债转股企业中长期专项贷款产品，专门支持债转股企业在债转股过程中和未来发展的合理融资需求。

③将银监会拟定的钢煤企业去产能债权债务处置意见拓展到其他债

转股企业中去。

（四）安全退出的支撑保障

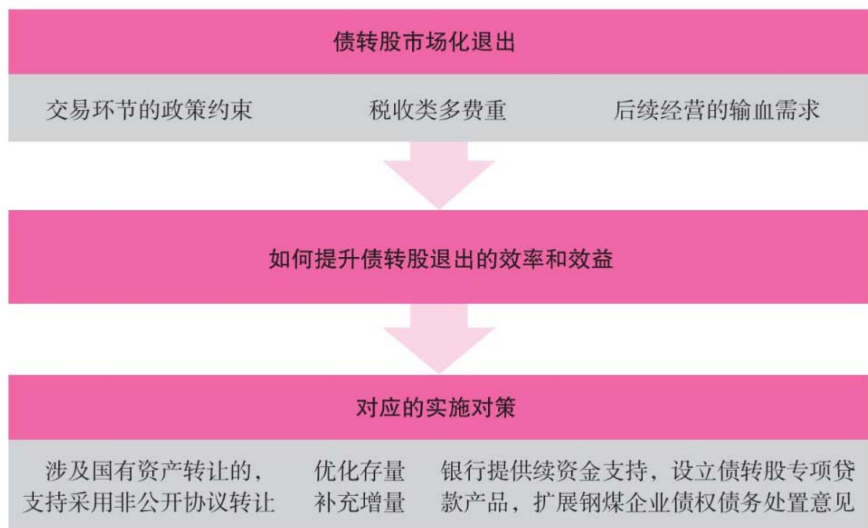


图5-15 提升市场化债转股退出效率和效益的实施对策

实施机构在参与市场化债转股时，一方面会以股权退出价格预期确定转股价格，以转股价格确定债权收购价格；另一方面会以股权价值确定安全性，以退出方式确定流动性，以价格差异确定收益性。但是，对象企业提质增效周期较长，其股权价值、退出方式和投资回报具有较大的不确定性。

六、债转股定位问题：不能包治百病，债转股定位要准

债转股的定位要准，因为债转股只是帮助企业降债、减负、去杠杆、增效益的举措之一。依据中央出台的文件，降杠杆有七条路径，从盘活存量资产到优化负债结构，到运用股权融资，再到实施债转股，再到开展兼并重组，以及进行两制建设和依法破产清算。因此，要真正解决企业的问题，还需要因企施策，多管齐下，综合治理，标本兼治。深化改革只是中国梦的“四个全面”之一，供给侧改革是深化改革的核心任务之一，降杠杆是供给侧结构性改革的五大任务之一，债转股只是降杠杆的七条路径之一。这四个“之一”说明，债转股尽管具有重要作用，但

并不能包治百病，一定要多管齐下，多措并举。

所以，不管是真实的债转股、明股实债的债转股，还是“股＋债”的债转股，一定要立足于对企业的经营有效才有价值。到底是以债转股为主，还是“债转股＋其他”相结合，还是采取多种方式，对此，每家企业一定要结合实际，因企制宜，寻找一条有助于降债减负、提质增效的合适道路。

第三节
成功实施债转股的12个关键

一、选择转股债权

所谓“债转股”，实质上就是把原来银行与企业间的债权、债务关系，转变为实施机构与企业间的股权、产权关系。债权转为股权后，原来的还本付息就转变为按股分红。转股债权的选择应遵循以下两个原则。

（一）转股应以金融债权为主，经营性债权为辅

经营性债权是企业在经营过程中自然形成的负债，期限通常较短，属于永久性流动负债。随着商业信用的不断发展，供应链上下游企业之间赊销业务产生的应付负债日益增加，经营性债权成为重要债权之一。经营债权以供销合同等为依据，一般无抵押或担保。与经营性债权不同，金融性债权金额大、期限长，债权风险较为集中，经过了严格的贷款审核，有抵押物或担保品，债权人对自身的利益保护更加充分。因此，转股债权出于收益、盘活和风险的考虑，应以金融债权为主。

（二）金融性债权以银行贷款为主，非银债权为辅

金融机构主要包括银行、证券公司、保险公司、信托投资公司和基金管理公司等；对于除银行外的金融机构，统称为非银行金融机构。从债权风险的角度看，银行贷款与其他非银行金融机构最大的区别是：银行贷款的门槛较高。银行会对个人资质做出相当严格的要求，只有在确保资金收回万无一失的情况下，才会予以审批。因此，信誉不佳的企业很难拿到银行贷款。而非银行金融机构作为银行的补充，弥补了银行服务的不足，借款人只要提供相关的抵押物，审批都极易通过。因此，银行贷款作为转股债权更为稳妥。

二、形成一揽子方案

实际中，债转股需要综合运用债务重组的几种方式：债权保留一部分、现金偿还一部分、以股转债一部分、债权打折一部分，通过制订整体性方案才能解决问题。以本轮市场化债转股首家央企中钢集团为例，其就采用了整体重组方案，按照“留债＋可转债＋有条件债转股”的模式，对600多亿元债权进行了整体重组。

中国银行、交通银行、国家开发银行、农业银行、进出口银行和浦东发展银行六家银行与中钢集团签署《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人债务重组框架协议》，按回收风险金融债权划分层级，设计差异化方案并分两个阶段实施。第一阶段，对本息总额600多亿元的债权进行整体重组，分为留债和可转债两部分，留债规模近300亿元，转股规模近300亿元。其中，可转债部分由中钢集团成立新的控股平台向金融债权人发行，可置换金融机构债权人非留债部分对应的债权，使中钢债务得以缓解。第二阶段，在相关条件满足的情况下，可转债持有人逐步行使转股权。中钢集团旗下拥有所属二级单位65家，中钢债务重组牵涉的金融机构众多，除了6家主席行之外，还有44家金融机构也参与其中。

2017年年初，中国长城资产与中国铁路物资股份有限公司签订了资产重组合作协议，这是金融资产管理公司（AMC）重点参与的首个市场化债转股项目。中国铁物债务规模大、债务构成复杂、债权人众多以及私募债尚无重组先例，经协商，按照“同债同权”原则，最终双方达成“本金安全＋部分还债＋留债展期＋利率优惠＋转股选择权”的一揽子债务重组方案。

从实践案例可看出，各个企业存在的财务困难以及困难的程度是不同的，因此，有财务困难的企业其病症分布不会是集中的、单一的，针对诊断采取的不同救治措施也有一个分布规律。有时需要采取催收、常规重组、债务重组或者破产的办法，这样最终真正需要实施债转股的比例就不会太高。从利用债转股比例较高的欧洲来看，特别是中欧转轨国家来看，债转股在解决不良贷款诸项手段中所占的比例大约占20%～25%。在法律环境有限制的情况下，利用债转股治理不良资产的比例就会较之于无法律限制环境下的比例更小。从实际操作来看，转股低于20%，对企业债务问题解决发挥作用不大；在债务总额较大的情况下，转股超过30%，实施机构风险同比增大。

三、主导实施机构

相对于1998年，本轮债转股目标企业规模更大，债权债务关系更复杂。上一轮债转股金额在4 000亿元左右，而这一轮债转股预计将达到1.7万亿元。实施机构在收购大量债权时，收购资金的成本压力较大，转股后管理压力较大，股权退出的压力较大。面对这些较大的压力，实施机构必须由融资能力强、有丰富经验的机构来主导。

《指导意见》提出，鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股。

2017年1月20日，交通银行公告称，拟以100亿元人民币投资发起设立交银资产管理有限公司，专司市场化债转股业务；同年4月11日、4月14日、4月25日、5月19日，银监会先后批复建设银行、农业银行、工商银行、中国银行筹建债转股实施机构，拟建立的机构分别为建信金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、工银金融资产投资有限公司、中银金融资产投资有限公司。这就意味着国有商业银行的债转股实施机构纷纷落地，正式进入筹建阶段。

同时，参与过上一轮债转股的四大AMC，凭借其丰富的经验及其融资能力，将是本轮债转股的重要实施机构。

从建设银行的实施案例来看，银行起到了收集信息、匹配社会资金与转股企业的作用。坚持“市场化”原则，其最大的体现就在于偿还企业负债的资金来自社会，既不是国家财政拨款，也不是银行自有资金；银行本身成为企业、社会资本之外的第三方。

就地方AMC而言，参与开展市场化债转股，其最大挑战是资金筹措，比如目前容易筹措的大额资金多数是债权性质，与债转股的股权投资性质存在矛盾；社会资本中追求回报固定、风险锁定的债权性资金多，但用于股本投资的资金少；靠发展混合所有制等筹集的资本有限，与动辄几十亿元、上百亿元的需求存在较大缺口。

因此，在主导实施机构上，需要以大型银行和四大AMC为主，引导其他地方AMC共同参与，形成共担风险、共享收益、共同筹资的合作模

式，来解决实施债转股所需资金、转后管理以及股权退出等问题。同时，在实施债转股的基础上，更重要的是促进发展混合所有制、股权结构多元化、规范公司法人治理，发挥各自优势帮助企业转型升级、创新发展。

四、处理剩余负债

负债是指企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务。负债的处理有很多种，如核销、打折等。由于债转股涉及的债务多样，在将其中一部分符合条件的债权转股后，仍有一部分负债亟待处理。对于没有转股的债权所对应的剩余债权、资产和公司，仍然需要集团保持控股和担保，这样银行才能放心。

五、提前沟通银行

出于风险控制的要求，银行往往会对业绩亏损和资金链困难的企业抽贷、惜贷，其本质原因是因为银行和企业之间没有互信：企业抱怨银行不关注企业的具体情况，而银行则惧怕企业隐瞒其真实财务状况；还有，银行之间亦缺乏信任和合作，一家银行抽贷往往源于担忧其他银行会抢先抽贷，使自己陷入“后下手遭殃”的境地。因此，在开展债转股的同时，一定要提前与银行沟通，特别是要与没有纳入转股债权的银行沟通。虽然债转股有政策保障，但是仍然要防止银行抽贷、惜贷、压贷、限贷，积极向银行争取贷款展期、续贷和利率优惠、停息挂账和债务打折等优惠。

六、培育上市公司

和上一轮债转股处于经济上行期不同，本轮债转股处于经济下行期，资本市场将成为股权退出的主要和最佳通道。借助标的企业上市，通过二级市场转让实现退出，就是本轮债转股的五种退出方式之一，如图5-16所示。

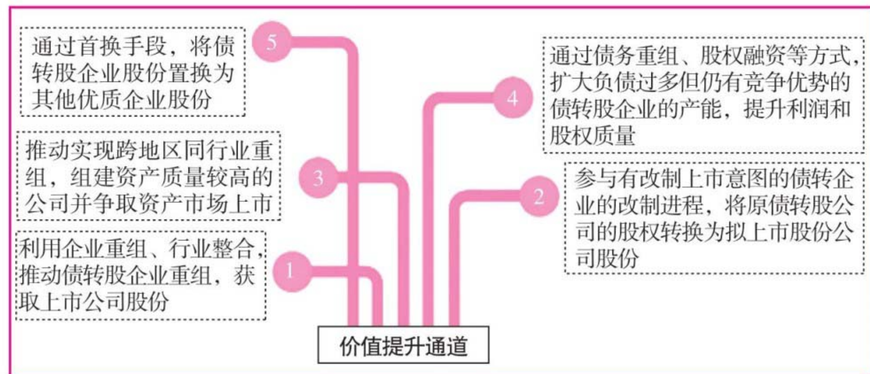


图5-16 债转股价值提升通道

中国长城资产曾参与信邦制药、上海超日等不良资产的债转股项目。以信邦制药的项目为例，2005年，长城资产从农行划转了9 850万元信邦制药的债权，抵作资本金。随后，长城资产对这9 850万元债权进行了重组：即一部分转化为对企业的股权，运用专业优势，辅导企业上市，实现超额收益；另一部分作为债权，改善企业现金流。

在2005年2月，该笔贷款划转到长城资产后，同年，该公司与信邦制药又签订了《增资扩股协议》以及《债权债务重整协议》，并与重庆浩源经贸有限责任公司签订了《股权转让协议》。具体内容为长城资产以3 548.5万元的债权，按照每股2.35元的价格对信邦制药进行增资扩股，取得了信邦制药1 510万股权；以1 292.5万元按每股2.35元置换浩源经贸持有的550万股信邦制药股权。通过股权置换和增资扩股，长城资产共计持有信邦制药2 060万股，占比31.64%，成为第二大股东。

为控制上述债权重组安排的风险，长城资产要求信邦制药大股东张观福以100%股权（3 486万流通股）提供质押担保，该部分股权目前价值16.7亿元。

考虑到信邦制药未来的现金流情况，长城公司保留5 009万债权并对偿还条件进行了修改：债权期限为5年，年利率5%，每年12月20日付息一次，从2008年开始偿还本金，到2009年年末本金偿还完毕。

在债权重组基本完成之后，长城资产与信邦制药已经初步建立了双方互信互利的合作关系，随后便开始协商启动IPO相关事宜。

由于信邦制药长期积累的应收账款和其他应收款占比较高，导致信

邦制药的财务指标很难达到上市要求。为了解决这一问题，长城资产再次利用债权置换信邦制药的应收账款及其他应收款资产包，减轻企业负担，使其达到上市要求。2006年12月，长城资产再次与信邦制药签订债务重组协议，以2 800万元的债权作为对价收购信邦制药3 412.49万元的应收账款资产包。

2007年，信邦制药经过内外部一系列整合优化之后，已经具备了IPO的基本条件，长城资产成立了信邦制药上市工作领导小组。2010年1月，信邦制药成功通过发行审核委员会，同年4月，正式登陆深交所。

通过上市，长城资产对信邦制药的债转股项目取得了良好的社会效应和丰厚的经济效益。

七、吸引重组机构

有些企业的债转股股权从单体的角度看增值可能不大，但是，如果能将本产业内相关产业链环节或者其他类似企业股权合并考虑整合，就可以帮助相关的企业获得更多、更大的资源和发展条件，找到进一步提高效率和降低成本的空间，进而提升收益水平和市场竞争能力。

通常来看，债转股对企业进行资产重组可分为以下三步。

第一步，减轻企业债务负担。实施机构对企业持股较少，影响力或控制力较弱，主要以减轻企业负债负担的方式解决企业不良负债问题。债转股之后，企业债务负担减轻，利息成本支出减少，资产负债状况改善，有可能扭转亏损，使实施机构所持股权变成优良股权，实现追回不良资产损失的目标。

第二步，尽快退回资产权益。实施机构对企业债转股后持有较强的控股权，在不能使企业很快扭亏为盈的情况下，实施机构主要采取清理追索债务、产权交易变现等方式尽快追回资产权益，并加强对企业经营班子的监督，阻止损害资本权益人的行为继续扩大。

第三步，控股重组企业。实施机构通过债转股获得企业控股权，对企业的经营体制进行大力度的调整重组。在资产方面，采取增加投入、购并企业等措施改善资产质量，增强企业实力，提高资本增值能力；在

经营及体制方面，调整重组企业的经营班子，建立产权明晰、权责分明的企业体制，提高企业经营效率，扭亏为盈，消除导致产生不良负债的企业体制及企业行为缺陷。同时，实体债权企业可以通过“企业间债转股”调整产业结构，补充产业链上下游，参股控股债务企业，实现核心主业的重组整合、行业并购重组，提升市场竞争力。债务企业可以减轻企业负担，将原来还本付息的压力转化成企业生产的动力。

因此，对象企业要吸引强有力的重组机构，才会具备资源的整合能力，通过实施并购重组以及产业链整合做优、做强、做大，最终把企业盘活。

八、抓好“两制”建设

企业自身的改革动力和发展潜力是债转股的逻辑起点。正视债转股的重组内涵，既包括上面提到的债务重组，也包括企业内部的机构重组。对企业而言，这不仅是一次外科手术，更是一次深层次的内科手术。因而其改革阵痛的剧烈程度将是前所未有的。这十分考验债转股企业的脱困决心和改革担当。换言之，债转股的成功实施急需真正的企业家精神作为基础支撑。《指导意见》对此有明确的要求和安排，提出“要把建立和完善现代企业制度作为开展市场化债转股的前提条件”，“强化对债转股企业的财务杠杆约束”。可见，债转股的成功实施，要依赖各主体的充分协商和通力合作，要求企业有接受新治理力量介入和财务及制度约束的充分准备。

实践经验表明，政策性债转股最终成功的关键，是同步推进健全现代企业制度和市场化经营机制，完善法人治理结构。如果持股人习惯于以终极所有者的身份对转股企业的人事和经营进行各种干涉，或者维持原有内部人控制，债转股不可能实现以时间换空间政策意图，只能是拖延、积累甚至放大风险。

九、解决遗留问题

通过实施债转股，加快剥离国有企业办社会职能，切实减轻企业负

担。第一，加快国企非核心经营业务的剥离，例如，对供水、供电和供暖等后勤保障要尽早分离，实施社会化管理；将国企退休人员全面移交实施社会化管理；采取移交、撤并和政府购买服务等途径，分类剥离企业办医疗、教育机构的职能。第二，切实减轻企业负担，包括显性负担和隐性负担：显性负担主要是清理一切与政府挂钩的中介收费，隐性负担主要是以“协商”的方式要企业承担的一些费用和成本。第三，解决隐性失业问题，深化以治理结构为核心的供给侧改革，增强劳动关系市场化调节弹性，倡导就业新理念，增加就业机制的灵活性和适应性，彻底解决国有企业隐性失业的问题。

十、建立约束机制

债转股是处理不良资产的一种手段，债转股的成功与否还要看转股后的不良资产由谁买单。对象企业实施债转股后，要建立负债约束机制、责任追究机制、投资约束机制等；债转股的损失应该由各方共同承担，不应该由国家全额买单。根据我国上一轮债转股的经验，新一轮的债转股应坚持政府主导、企业参与、银行联动和资产管理公司尽责的资源配置模式。如果像上一轮债转股一样全部由财政部兜底，极有可能会面临因为国内货币供应量徒增而导致通货膨胀上行的局面。通货膨胀一旦发生，企业面临的市场形势将会更加严峻，其名义债务也会随之递增。这种情况带来的资产价格上升也很容易引起资产泡沫。而不良资产的形成，不仅有企业的原因，也与银行审查不严、风险把控不好有关，银行业需要承担相应的责任。如果单纯由银行来买单，那么只会让银行陷入两难境地，除非政府给银行注资或放宽银行经营权限。因此，有必要设计一种市场化机制，让各方来共同承担各自应该承担的损失。

十一、优化管理团队

对象企业转股后的经营成效，紧密依赖于经营团队、职业经理人和企业家队伍；必须要把债转股和企业经营管理机制的改变结合起来考虑。实施机构作为战略投资人介入，应该发挥外部制约作用，有效的评估和调整企业的经营管理层，淘汰绩效不合格的高级管理层，引入市场化的管理团队、外部职业经理，对转股企业进行管理运营，提高企业效

能；同时激励现有管理层做出更优业绩，发挥企业的主观能动性，实现转股股权的保值增值，并为股东带来更好的股息回报；必要时考虑企业的股权激励机制。

十二、多管齐下推进

债转股多发生在企业改制或重组阶段，它能够兼顾各方主体的利益，缓解企业负债压力，盘活资产，同时减少银行呆账、滞账，使金融风险及负面影响得以降低，成为上市公司债务重组的重要措施。然而，债转股并不能适用于所有不良资产，针对不同的主体和债务需要采取不同的方式，始终坚持“四个一批”和“四量调整”（巩固加强一批，畅通流量；创新发展一批，用好增量；重组整合一批，盘活存量；清理退出一批，主动减量），以适应各自特点，多管齐下，多措并举，做好协同，提高实效。

第四节
市场化债转股的思维体系构建

想要做好债转股工作，应构建“两化两性”思维体系。

一、市场化思维

市场化思维就是强调债转股谁做主——是由市场主体自主协商确定，而不是由政府说了算，也不是由某个单一的市场主体说了算。要摒弃政策性债转股观念，树立市场主导意识，形成协同推动、价值导向、风险共担、利益共享的合作性思维，如图5-17所示。

有别于20世纪90年代末开展的政策性债转股，《指导意见》明确了债转股坚持市场化、法治化的原则。也就是说，债转股企业转股债权、转股价格、实施机构不由政府确定，而是由市场主体自主协商确定。从已推进的债转股项目来看，中国建设银行披露已签订云南锡业、武钢集团、海翼集团、广晟公司等多单债转股协议，经过自主协商、详尽调查和商务谈判，就转股对象、转股债权、转股价格和条件、股东权利、市场化退出等事宜分别与企业达成一致，充分体现了市场化原则。

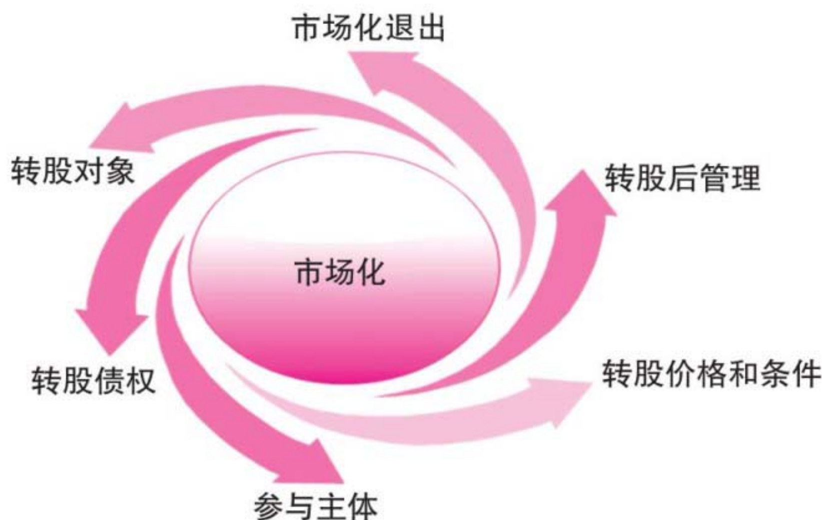


图5-17 债转股市场化思维

从实践上讲，市场化债转股的转股价格主要是靠多方协商谈判确定，针对不同贷款、不同企业，给出有区别的折价率。随着实施机构越来越多元化地参与债转股市场，引入更多投资者将有利于参与主体之间的公平竞争，市场更加公开透明，转股价格更加合理。同时，要避免企业在债转股时逃废债，就必须坚持市场化原则，体现出参与主体、债权定价和事后管理的全过程市场化。

二、法治化思维

如果说市场化侧重于解决的是债转股中的效率问题，那么法治化则侧重于解决公平问题和合法性问题。没有法治化约束的债转股，可能在实践中会出现新的问题。对此，《指导意见》特别强调：要求严格确保政府和市场主体都依法行事，健全审慎监管规则，加强社会信用体系建设，同时做好职工权益保障等兜底工作。因此，在实施中应明确，债转股政策必须遵循相应的法治原则与法治思维，必须有具备可操作性的法律路径作为保障。

就债转股各环节、全过程涉及的法治原则，中国政法大学研究生院院长、教授李曙光撰文分析了债转股应遵循坚持的六个法治原则。

（一）重视偿债能力原则

实施债转股应当考虑企业的规模与偿债能力。债转股企业一般应是有偿债能力、有存续价值的好企业。如果企业本身的产业前景和治理结构不存在被优化的可能，反而使“僵尸企业”久拖而没有了断，阻碍资源的流动和优化配置，则是对市场信用的极大破坏。

《指导意见》中强调“四个禁止”“三个鼓励”，将实施债转股与去产能和产业导向结合起来是可取的思路，但还应当综合考虑企业规模的大小与其偿债能力的适格性。规模较大的企业所涉债务往往较重，对债权人的财务影响也更大，所涉债权人主体较多，理应慎重进行债转股；而偿债能力较弱的企业则具有更大的逃废债可能。债转股应当是资困企业的应急药，而不应是“僵尸企业”的续命草。

（二）多数决原则

实施债转股应当获得多数债权人的同意。债权人与债务人的关系属于私法范畴，蕴含着意思自治的法律原则。一个企业能否实施债转股，只是一个商业判断，须通过对企业现有经营状况、财务数据及市场情况等复杂因素综合判断。按照“谁决策谁担责”的市场规律，应当将这种极具专业性的判断交由市场，交给当事人。债转股计划的实施应当征得多数债权人的同意，地方政府不应该以行政力量强制银行等债权人接受债转股，为应该退市的企业续命；法院在企业进入破产重整程序后，也不应在只有少数债权人同意的情况下滥行“强裁”特权。无论是地方政府还是地方法院都没有替当事人做出商业判断的法律特权，更不具备用公权为应破产清算的失败企业寻求市场救助兜底的法律授权。

（三）适格主体操作原则

企业若具备实施债转股的客观条件和主观能力，大多数债权人基于市场判断也愿意甚至主动实施债转股；实施债转股应当交由适格的专业机构进行操作。按照《商业银行法》的要求，商业银行不能投资于非银行类企业，不能直接持有一般企业的股票。同时，根据《商业银行资本管理办法》（以下简称为《管理办法》）的规定，“商业银行被动持有的对工商企业的股权投资在法律规定处分期限内的风险权重为400%”，两年后，则风险权重上升为1 250%，而正常贷款的风险权重仅为100%。银行若直接将债权转化为股权自己持有，其资本充足率可能触碰《管理办法》的监管底线，难以成为实施债转股的直接主体。因此，债转股的具体操作应当交由专业的资产管理公司、投行或者券商，这些专业性机构更有能力参与到企业处理不良资产的具体操作中。专业的不良资产处置机构在承接债权之后，对不同业务实行精细化管理，在企业摆脱困境后退出获利。

银监会之前一直对资产管理公司持较为审慎的态度，严格限制资产管理公司的经营资格。但是，银监会于2016年10月14日下发了《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，取消了“省级政府原则上可设立一家地方资产管理公司”的限制，为地方资管公司“松绑”。考虑到目前尚未有专门针对地方资管公司的监管措施，银监会应当依照《银行业监督管理法》的监管授权制定相关细则，在后续的监管中注意采用市场化的标准衡量这些资管公司是否拥有相匹配的专业能力，这也为地方资管公司免于受到政府的不当干预而怠于处置不良资产提供了制度性保障。

对于专业的市场化债转股实施机构，还应当体现在债权的选择承接上。监管者不应给银行设置考核或其他红线，迫使银行急于甩掉包袱而不顾企业是否具备实施债转股的客观标准。合理有效的出清制度是供给侧结构性改革的必然要求。

（四）合理估值合法定价原则

如果只是简单按原有对价转化成股权，而不对债权人的损失做出合理补偿，就是对债权人的二次伤害。因此，除了考虑股权折扣之外，还应当允许债权人适当议价，让债权人在符合甚至超过其基本预期的情况下乐于接受债转股的施行。债务人原有股东在实施债转股后，自身的股东权益也会受到影响，这就要求作为公司重大决策的债转股表决过程应当符合公司法的要求，保障原股东们的知情权和参与权。如果企业是上市公司，还会涉及证券法上关于重大事项信息披露的要求。合理估值、合法定价的方式还体现为实施机构在企业成功脱困后的退出程序上，特别是在涉及国有企业未公开的股权交易中，要严格按照国有资产的转让要求与估价方式确定受让人和转让价格，防止国有资产流失。

（五）股东权益事先明确原则

当债权人转变为股东角色后，按照《公司法》的规定，其股东权益表现为参与公司治理和分享收益。各方当事人享有的权利义务在债转股正式实施前就应当明确，这有助于企业在实施后尽快恢复正常运转，毕竟企业尽快脱困才符合各方利益。考虑到债转股的实施机构未必有能力或有意愿参与到后续的公司治理中，如何确保债转股股东的利益得以保障，同时明确其在何种条件下能够退出企业是十分必要的。债权人和债务人企业双方在实施债转股之前，应当就股权权益行使的具体内容达成一致，避免债转股协议草率达成和实施后，公司因新旧股东博弈而无法正常运转。

（六）外资有条件进入原则

从市场化的角度考虑，实施债转股应当有条件地允许外资进入。目前，不少实践经验丰富且有一定专业水准的境外不良资产处置者有意愿参与境内不良资产的处置，但却受到《金融资产管理公司吸收外资参与资产重组与处置的暂行规定》《关于金融资产管理公司对外处置不良资产外汇管理有关问题的通知》等诸多政策法规的限制。我国的不良资产

处置固然有自己的国情，然而，逐步开放竞争，倒逼境内不良资产处置机构不断提高业务水平，也符合市场化的要求。目前，个别境内外机构的合作试点是一个良好的开端。有关部门应当尽快修改相关规定，允许那些能真正帮助资困企业摆脱困境，帮助银行债权人优化债权的外资进入我国的不良资产处置市场，逐步放开对外资参与债转股的限制，提高债转股的实效，如图5-18所示。

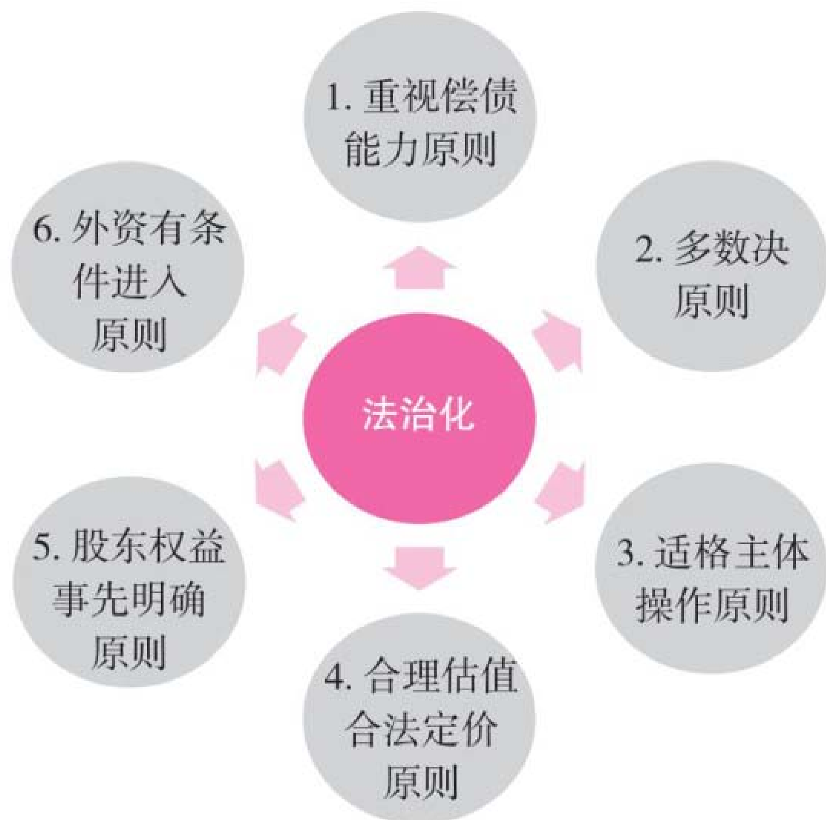


图5-18 债转股法治化思维遵循原则

法治经济是市场经济内涵最好的诠释，让法治与市场思维成为指导债转股的内在逻辑，可以确保债转股非运动式地运用，成为常态化市场金融工具。

三、系统性思维

债转股是去杠杆的重要手段，其重要目的之一就是降低企业的杠杆率，这也是本轮债转股与以解决银行不良贷款为目的的上轮债转股的重

要区别之一。因此，必须多措并举，降债减负和兼并重组同推，形成统筹考虑的思维模式，如图5-19所示。

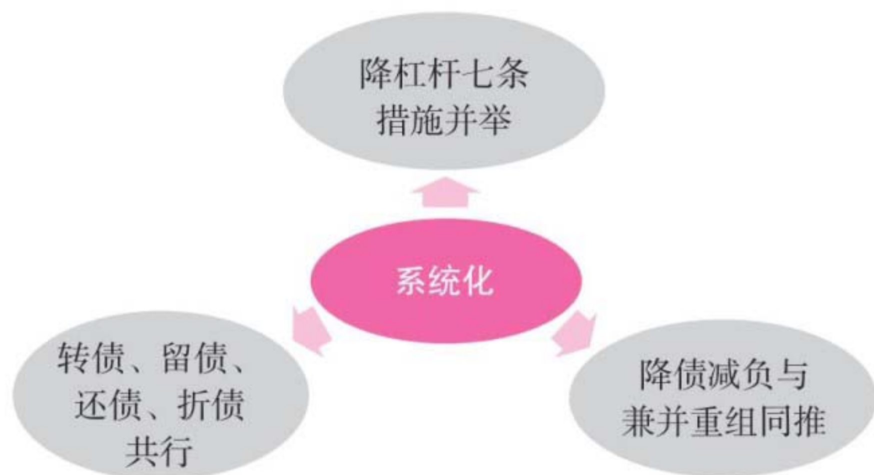


图5-19 市场化债转股系统化思维

在落地的项目中，工商银行与山东黄金集团开展债转股，预计降低杠杆率10%；建行与云锡集团的首期债转股项目，预计降低杠杆率15%；建行与武钢的债转股项目，预计降低企业杠杆率10%。这些实践案例都充分运用了统筹考虑的思维模式。运用系统性思维进行市场化债转股，需要降杠杆七条措施并举，降债减负与兼并重组同推，转债、留债、还债、折债共行，打好组合拳。

四、开放性思维

封闭导致落后，开放促进发展。债转股涉及环节多、资金需求量大，企业持续发展是关键，仅靠一家机构是不可能完成的，要坚持开放性思维。第一，向多个实施主体开放，把银行附属机构、四大资产管理公司、保险资产管理机构推向前台，加强多方合作。第二，向产业链、价值链上优秀的企业开放，解决债转股后清退资金和重组两大问题。第三，向优秀的职业经理人开放，在债转股的五种方式中，无论是转到原公司、转到下级公司，还是转到上级公司、转到平行公司、双方都是新公司——不管哪种形式，最终都要向优秀的职业经理人开放，确保专业人干专业事，如图5-20所示。

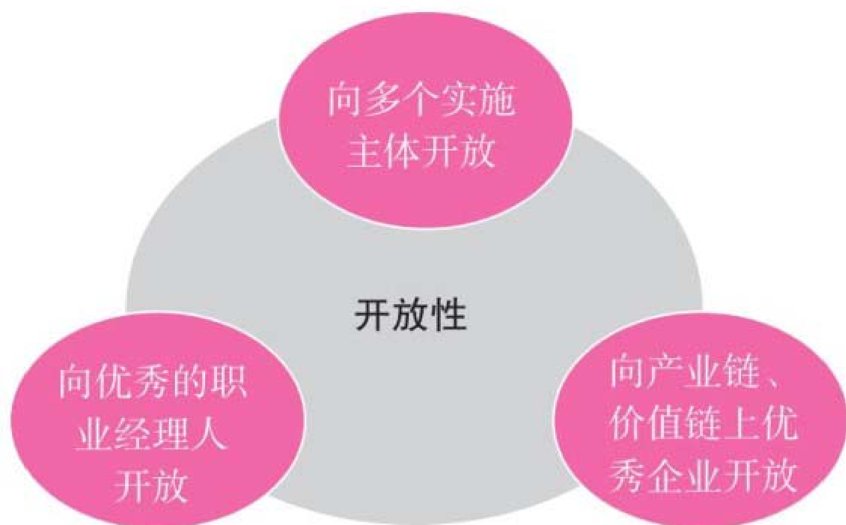


图5-20 市场化债转股开放性思维

第五节 地方AMC的相关诉求建议

市场化债转股是一项复杂的系统工程，要实质性地有效推动，需要各方给予大力支持，地方AMC提出了不少好的诉求建议。

一、发挥市场在资源配置中的决定性作用

有序开展市场化债转股，应建立市场化选择和确定对象企业、转股债权、实施机构、债权价格、资金筹措、转股对象、转股价格、转股条件、股权变更、股权管理和股权退出11项内容的长效机制，归纳起来，其核心是做好“四个市场化”。

①参与主体选择的市场化，如对象企业、债权银行、实施机构的选择。

②价格确定的市场化，如转股前的债权收购价格、转股时的债权转股价格、转股后的股权退出价格。

③资金筹措的市场化，包括筹资方式、筹资渠道、筹集成本等。

④股权管理的市场化，包括股东权利的行使、治理结构的规范、退出方式的选择等。

二、发挥国务院部际联席会议机制的积极作用

市场化债转股涉及相关利益主体较多，各方自主协商利益平衡较难、决策效率较低、耗费时间较长，实质推进难度很大，在现有政策环境下，需要充分发挥好国务院部际联席会议机制作用，更好地发挥政府相关部门的作用，营造良好的环境。

①优化部际联席会议机制。进一步明确部际联席会议的功能定位、

运行机制和议事规则，细化各成员单位职责、目标任务、工作计划安排等，当前的重点任务放在市场化债转股试点工作上，拟定市场化债转股试点要求、操作细则。

②配套务实管用的支持政策。部际联席会议机制的成员单位，应按照各自职责和监管领域，在考虑各种配套政策融合和衔接的前提下，尽快通过对现有涉及债转股政策层面的法律法规进行逐条梳理，提出意见，急用先行制定配套务实管用的支持政策，并经联席会议机制研究通过后，由各部门印发实施。

③建立省级联席会议机制。指导各省、自治区、直辖市成立省级联席会议机制，成员单位除涵盖部际联席会成员单位对应的地方部门外，可结合地方实际适当补充。省级联席会议机制负责落实中央政策法规、制定地方性配套政策、协调债转股过程中出现的具体问题，及时向部际联席会反映地方试点的情况，提出相关意见建议等。

④消除市场主体观望情绪。把消除各市场主体的观望情绪作为试点初期的重点工作之一，选择各市场主体诉求最多的重要领域和关键事项，尤其是税收政策、财政引导、资金筹措、资产交易、考核办法等方面尽快出台“干货”政策，为试点开局创造良好的环境和条件。

⑤做好试点项目指导和报备管理。通过发挥好两级联席会议机制的作用，做好市场化债转股试点项目指导和报备管理等工作，提高试点效率和效果。在试点申报上实行两级报备制：央企试点项目由参与的牵头实施机构直接向国务院部际联席会议申报备案；地方试点项目先申报至省级联席会议办公室，无异议后，再由省级联席会议办公室向国务院部际联席会议办公室转报备案。试点项目一般涉及多家实施机构，牵头报备实施机构的报备顺序如下：首先，由涉及的债权银行附属实施机构作为申报主体；其次，没有债权银行附属实施机构的，以拟收购债权最多的实施机构作为申报主体；最后，实施机构间进行协商确定牵头申报主体。

三、发挥各级政府的政策导向作用

降杠杆的工作主体是银行、实施机构和企业，各级政府不干涉其具

体事务，但要做必要的服务和协调工作，特别是债转股各个环节涉及的监管部门多、政策复杂，应避免各自为政，建立银政企信息沟通机制，政府提供必要的政策、监管和信用信息，形成系统的政策支持。

能源资源、基础设施一向被认为是关乎国民经济命脉的领域，这些企业的政治地位和经济地位均较高，地方政府和地方国资委的掌控力很强。例如，本轮债转股中的中钢集团、武钢集团都是国资委直接管辖的央企，山西焦煤集团、山东黄金集团都是地方大型国企，在地方经济中的地位举足轻重。广晟资产经营公司、广州交通投资集团分别是广东省国资委和广州市国资委的全资企业，前者资产规模居竞争性省属企业之首，后者承担着广州乃至广东省多个公路、铁路交通基础设施建设项目的重任。在银行和企业签署债转股协议时，省政府和国资委领导频频现身，六枝工矿集团的债转股协议，就是农行与贵州省政府直接签署的。因此，债转股协议的落地，离不开地方政府和地方国资委的推动和首肯。

①提高效率优化监管。在国有资产的债转股实施过程中，应对交易定价流程予以简化，以提高效率。对象企业债转股后股权结构发生了变化，国有资产监管政策也应发生相应的变化与之相适应。应把杠杆率纳入国企绩效考核范围，强化考核导向作用。

②加大部门支持力度。对象企业在实施债转股过程中，涉及企业成立、变更时，工商登记管理部门给予绿色通道和费用减免。涉及土地、房产等确权和交易的，国土部门和房地产管理部门给予绿色通道和费用减免。各级法院在债转股对象企业涉及的案件受理、审批和执行上给予支持。相关部门对降杠杆企业转型升级给予重点支持，加大对债转股企业和破产重整企业剥离社会负担和辅业资产的支持力度；对对象企业留债部分给予财政贴息，稳妥做好分流安置富余人员工作。

③强化监督约束。对债转股全过程进行监督检查，严格禁止对不适当企业进行债转股，防止违法违规操作，建立债转股相关企业和机构及其法人代表人、高级管理人员信用记录，并纳入地方和全国信用信息共享平台，对失信行为进行联合惩戒，依据相关法律法规严格追究恶意逃废债和国有资产流失等违法违规单位及相关人员的责任，确保债转股有序开展。

④加强中介机构协同。实施债转股离不开律师事务所、会计师事务

所、资产评估机构和券商投行等中介机构的咨询服务，应加强培训和管理，督促其协作配合，形成工作合力。对相关服务的收费价格，政府相关管理部门应进行指导和管理。

本章小结

前四章分别就市场化债转股的本质内涵、政策解读、操作路径和风险对策等方面进行了系统论述，本章主要针对市场化债转股实务操作中可能遇到的问题进行了分析并提出了相关的建议。首先，对于债权银行、实施机构、对象企业三大主体参与市场化债转股存在的不同顾虑，有针对性地提出了解决对策；其次，进一步梳理了有效推进市场化债转股需突破的6个重点问题，并从多个维度分析了市场化债转股的12个实施关键，有助于在债转股推进过程中针对关键节点、关键环节、关键对象，合理实策，逐个突破，达到事半功倍的效果；最后，从方法论的角度对于如何开展市场化债转股进行了探讨，强调运用“两化两性”的思维，以先进理念引领开拓创新，有效保证市场化债转股的成功实施。

附录A
部分行业的推进思路

2016年10月10日，随着国发〔2016〕54号文的正式公布，新一轮市场化债转股的大幕正式拉开。全国各地纷纷跟进，积极探索。据人民网北京电，截至2017年7月20日，建设银行共与41家企业签订了总额5 442亿元的债转股框架协议，已向9家企业到位资金454亿元，签约及到位金额市场占有率均为50%左右。而据之前中国证券报报道，截至2017年4月19日，市场化债转股签约金额已达到7 672亿元，实际实施金额为592亿元。

如此巨大的市场体量，相关行业又是如何推进的呢？本节特就部分行业债转股推进思路进行盘点梳理，供读者参考。

从部分省市及银行首单市场化债转股的概况来看，其集中分布在钢铁、煤炭、能源、化工、机械制造等行业或企业。具体内容如附表A-1所示。

附表A-1 部分省市及银行首单市场化债转股概览表

序号	银行	企业	操作模式	金额（亿元）	概况	地位
1	建行	武钢集团	设立转型发展基金	120	共同设立武汉武钢转型发展基金（合伙制），基金规模120亿元，出资比例5∶1。基金作用：置换武钢集团部分债务；对武钢子公司进行增资	央企首单
2	中行等	中钢集团	留债+可转债+有条件债转股	270	债务重组方案采取“留债+可转债+有条件债转股”的模式，分两阶段实施	中行首单

序号	银行	企业	操作模式	金额（亿元）	概况	地位
3	兴业银行	鞍钢集团	设立基金	100	双方达成100亿元债转股基金合作意向，首期共募集资金50亿元，期限10年	兴业银行首单
4	建行	淮南、淮北矿业、马钢集团		320	建行与淮南矿业集团、淮北矿业集团及马钢集团分别签署《市场化债转股合作框架协议》，合作规模达320亿元	安徽首单
5	建行	安钢集团、河南能源集团、平煤神马集团	设立转型发展基金	350	建设银行与安钢集团、河南能源集团、平煤神马集团签订首批市场化债转股合作协议，总额达350亿元	河南首单
6	建行	山西焦煤	设立降本增效基金和转型发展基金	250	双方将以多种形式共同出资设立总规模约250亿元的“山西焦煤集团降本增效基金”和“山西焦煤集团转型发展基金”	山西首单
7	陕西金资	陕西煤业化工集团	设立基金管理公司、成立债转股合资公司	400	陕西金融资产管理股份有限公司和陕西煤业化工集团有限责任公司签署市场化债转股合作框架协议，规模400亿元	陕西首单、首例地方AMC主导、首例城商行参与
8	工行	山东黄金	设立基金	100	工商银行将与山东黄金集团开展总规模约100亿元的债转股业务	工行首单
9	建行	山东能源	设立基金	210	建设银行牵头分阶段设立三只总规模210亿元基金，与山东能源集团开展市场化债转股合作	山东首单

序号	银行	企业	操作模式	金额（亿元）	概况	地位
10	农行	六枝工矿	企业分立+债务重组+债转股	30	通过“企业分立+债务重组+债转股”的操作模式，牵头债权金融机构实施银行债权转股权	贵州首单农行首单
11	建行	云锡集团	设立基金等	100	基金作用：置换高息负债；投资云锡集团有较好盈利前景的板块和优质资产	云南首单
12	建行	福建能源、交运、电子信息、建工集团	募资+权益投资等方式	210	通过募集社会资金，以权益投资等多种方式融资，实施210亿元的债转股	福建首单
13	建行	广晟公司	权益投资等	150	建行及其关联方将以权益投资等多种方式向广晟公司及下属企业提供约150亿元资金	广东首单
14	建行	广州交投	货币资金出资	100	建设银行或其关联方以货币资金的形式出资100亿元与广州交投集团展开债转股项目	广州首单
15	建行	重庆建工	设立并购基金等	100	建行以多种方式向建工控股提供总金额100亿元的资金：对建工控股核心成员企业增资扩股；设立并购基金，阶段性优化调整建工控股合并财务报表；设立并表型基金投资建工控股承接的PPP项目	重庆首单

序号	银行	企业	操作模式	金额（亿元）	概况	地位
16	工行	冀东集团	设立有限合伙基金	50	资金分期到位，首期为 25 亿元，将采用有限合伙基金模式投入企业，用于置换企业存量融资	河北首单
17	中行	甘肃公商旅	设立基金	100	双方拟共同发起设立基金 100 亿元，以股权形式投资于公航旅集团及其下属关联企业，置换公航旅集团存量融资，此次合作预计降低公航旅资产负债率 2%	甘肃首单
18	建行	营口港务、沈阳机床集团		300	建行牵头，分别与营口港务集团、沈阳机床集团开展市场化债转股合作，总金额分别为 200 亿元和 100 亿元	东北首单
19	工行、建行	浙江省建设投资集团	进行债转股、设立产业基金等多种方式	200	通过工行、建行对浙江省建设投资集团进行债转股、设立产业基金等多种方式，优化集团资本结构，积极稳妥降低企业杠杆率	浙江首单
20	浦发银行	华菱集团	成立基金，权益性投资	125	2017 年 7 月初，浦发银行与湖南省属国有企业共同发起的降杠杆项目 125 亿元资金投放到位	湖南首单

一、钢铁行业推进思路

（一）“留债＋可转债＋有条件债转股”模式

以此轮债转股大潮中的首家中央企业——中钢集团的债务重组为例。

2016年12月9日，中钢集团举行债务重组签约仪式，中国银行、交通银行、国家开发银行、农业银行、进出口银行和浦东发展银行6家债委会主席行与中钢集团签署《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人债务重组框架协议》。此次债务重组牵涉金融机构众多，除了6家主席行之外，还有44家金融机构，债委会发挥了重要作用，坚持市场化、法治化原则，通过持续的紧密配合和协作，充分考虑了企业、金融机构、社会和国家等各方利益来设计方案，努力实现多方共赢。

整体重组方案包括债务重组方案和业务重组方案两个部分。债务重组方案采取“留债＋可转债＋有条件债转股”的模式，按回收风险对重组范围内金融债权划分层级，兼顾企业当前和未来发展需要，设计差异化方案并分两个阶段实施。这种先期可转债和后续有条件债转股的重组方案，开创了我国大型央企债务重组的新范例。

在中钢集团的所有债务中，金融机构的债务大约有600亿元左右，债务重组分两个阶段进行。第一阶段，对债权进行整体重组，分为留债和可转债两部分。其中可转债部分由中钢集团成立新的控股平台向金融债权人发行，可置换金融机构债权人非留债部分对应的债权，使中钢债务得以缓解。第二阶段，在相关条件满足的情况下，可转债持有人逐步行使转股权。同时，在国家相关部委的指导下，结合债委会的要求，中钢集团配合债务重组方案形成业务重组方案，通过企业内部改革，业务有保有压，产业有进有退，重点发展其优势业务及产业，突出主业，构建可支持企业更好发展的新优势。

其中留债规模近300亿元，转股规模近300亿元。对于留债部分，中钢需付息，不过利率较低，在3%左右。转股部分并非直接将债券转为股权，而是长达6年期的可转债，前3年锁定，从第4年开始，逐年按3：3：4的比例转股以退出。（可转债具有债券和期权的双重特性，一般具有较低的票面利率。债券持有人可以按约定的条件将债券转换成股票，金融机构也可以在一定条件下将债券回售给发行人。）具体到各家银行而言，留债和转股的比例各不同。有的银行留债部分高达65%，转股35%；有的银行留债比例10%，转股90%。这一比例跟各家银行的贷款条件有关。如果银行手中的资产，其评估值、企业资金流或者抵押物能够全额覆盖本息，则可以全额留债；如果几乎都是信用担保的资产，

就是全额债转股。

根据中钢协透露，中钢集团通过债务重组、债转股，共减免利息负担130亿元左右。

（二）设立“债转股”基金模式

2017年4月5日，兴业银行与鞍钢集团达成100亿元债转股基金合作意向，这意味着兴业银行首单市场化债转股项目即将落地，这也是我国东北地区本轮签约的第一个债转股项目，兴业银行由此成为第一家涉足本轮债转股的股份制银行。根据协议，双方首期共募集资金50亿元，期限10年，专门用于鞍钢集团调整债务结构，降低企业杠杆率。鞍钢集团总会计师于万源表示，通过整个债转股，鞍钢的总债务大致能降0.3%。据2016年年报显示，鞍钢股份资产负债率为48.58%，较2015年的50.70%有所下降。

2017年5月19日，河钢集团与中国建设银行签署战略合作协议。按照市场化、法治化的原则，经过友好协商，由集团与建设银行共同出资设立总规模约为200亿元的市场化债转股基金，主要用于改善集团的资产负债结构，促进企业转型发展，提升企业运营管理水平。

（三）“银行所属机构直接投资企业集团成员单位为主＋以设立有限合伙并表基金为辅”合作模式

2017年5月27日，山东钢铁集团与工商银行签署260亿元市场化债转股合作框架协议。方案显示，以工行所属机构直接投资山钢集团成员单位为主要合作模式，以设立有限合伙并表基金为辅助合作模式，通过增强山钢集团资本实力，归还山钢集团现有债务，实现山钢集团降低杠杆率的目标。方案期限为5＋N年，按照工行同期市场化利率计算。参照当前利率水平，预计能比同期债券成本降低0.5～1个百分点。经测算，山钢负债率可下降近10个百分点。

（四）子公司设立基金模式

2016年10月11日，武汉钢铁（集团）公司与建设银行共同设立的武汉武钢转型发展基金（合伙制）出资到位，基金规模为120亿元，意味着首单央企市场化债转股落地。该基金共有两只，将分阶段设立，总规模240亿元，用途主要是帮助武钢集团降低杠杆率，降低财务成本。

首期武汉武钢转型发展基金（合伙制）由建行与武钢集团共同设立。该基金的合伙人结构是，建银国际与武钢下属基金公司做双GP，LP则是建行理财资金和武钢集团的自有资金。LP的出资比例为1：5，武钢出资20亿元，建行出资100亿元；GP的出资比例约1：2，武钢为100万元，建行出49万元。建行采用“子公司设立基金”模式，一方面可以风险隔离，另一方面可以更好地将债转股的利益保留在本行体系内。在资金来源上，自有资金与社会资金相结合，以社会资金为主。武钢和建行出资比例为1：5，即武钢集团出资20亿元，建行募集社会化资金100亿元，通过分阶段设立两只总规模240亿元的转型发展基金。基金LP预期收益率5%，强调不刚性兑付。在定价上实行债权和股权相分离。在债权方面，基金以1：1的企业账面价值承接债务；在股权方面，非上市公司的股权经过评估按市场价转股；上市公司的股权参照二级市场价格进行安排。

二、煤炭行业推进思路

（一）“地方AMC主导＋城商行参与”模式

2016年12月28日，陕西金融资产管理股份有限公司和陕西煤业化工集团有限责任公司签署市场化债转股合作框架协议，规模400亿元。同日，陕西金资和陕煤化集团与北京银行西安分行签署《首笔100亿元债转股增资协议》。按照三方签署的协议内容，将由陕西金资成立基金管理公司，陕煤化集团与陕西金资各出资10亿元，北京银行西安分行出资80亿元，联合成立债转股合资公司。合资公司首笔100亿元债转股资金，将对陕煤化集团全资子公司陕西陕煤榆北煤业有限公司进行债转股，从而降低企业资产负债率，助推国企改革。

陕煤化债转股成为首例地方AMC主导的债转股，也是首例城商行参与的债转股。此次陕西金资作为地方AMC主导债转股，和武钢、云锡案例中建行子公司主导债转股不同，扩展了债转股实施机构的范围。北京银行是规模较大的城商行，此次在债转股投资中出资占绝大比例，和之前多数由四大行出资不同，扩展了债转股出资银行范围。北京银行具体资金来源并未披露，根据以往案例以及债转股指导意见中鼓励社会化融资的规定，仍然主要是非银行自有资金。北京银行旗下有消费金融公司、保险公司、基金公司和租赁公司等，债转股资金可能来源于银行理财、保险资金、基金资金等，借道中加基金发行的资管产品。

（二）基金运作模式

1.设立“降本增效基金”和“转型发展基金”

2016年12月8日，山西焦煤集团与中国建设银行、山西省国资委三方，共同签署了市场化债转股合作框架协议。这是山西首单国有企业市场化债转股合作项目。双方将以多种形式共同出资设立总规模约250亿元的“山西焦煤集团降本增效基金”和“山西焦煤集团转型发展基金”。两只基金将分阶段分别组织实施：第一阶段为山西焦煤集团降杠杆基金，资金规模150亿元；第二阶段为山西焦煤集团促转型基金，资金规模100亿元。2017年5月15日，首批降本增效基金到位，实现了首笔资金的成功投放，投放金额20亿元，标志着山西省首单市场化债转股项目正式落地。此笔资金将用于置换山西焦煤集团公司高息负债。第一阶段“降杠杆基金”，剩余金额将根据山西焦煤集团公司资金需求情况陆续到位，全部投放完成后，预计集团整体资产负债率可降低4.5个百分点，每年可节约财务费用支出约1.52亿元，投资期可累计节约财务费用支出7.6亿元；同时优化企业负债结构，缓解资金压力，提高资金使用效率，增强投资者对集团债券市场的信心。

2017年3月底，山西省国资委、建设银行、潞安集团、晋煤集团签署总规模200亿元的市场化债转股合作框架协议。由建设银行与企业共同出资设立“降本增效基金”和“转型发展基金”。前者用于置换企业短期或高息负债，从而降低整体负债率，减少财务费用支出，优化财务结构，增强资本实力；后者则用于支持企业转型发展，比如优化要素配置、创新商业模式、推进产业联动、推动兼并重组和产业深度整合等。随着一系列债转股协议的签订，通过银行债权转股权，将降低企业负债率，引入战略投资者，使企业在转型升级中轻装上阵，获得持久的金融动力。

2.设立债转股基金

2016年12月26日，工商银行与同煤集团、阳煤集团、太钢集团三家国企签署300亿元资金规模的《债转股合作框架协议》，工商银行最大单“债转股”项目落地山西。其内容包括：工商银行与太钢集团合作设立规模60亿元的“债转股”产业基金，同时采取资管计划以增资扩股方式投入40亿元；与同煤集团和阳煤集团分别合作设立100亿元规模的“债转股”产业基金，用于下属企业股权投资。工商银行与同煤集团成立的100

亿元债转股基金将用于投资多个项目，而每一个煤矿项目就是一家子公司。根据双方达成的合作框架协议，工商银行能够获得所投公司董事席位，在重大决策上有投票权。工商银行在子公司董事会的董事席位，根据产业基金投资金额占被投资子公司总资产比例确定。工商银行与同煤集团成立的产业基金将采用双GP模式［实践中，部分LP（有限合伙人）想与GP（一般合伙人）商讨共同管理基金事项，除参与投资、募资外，还参与项目的投资、管理，组成所谓的“双GP模式”］，由各自的基金子公司合作，共同管理这100亿元资金。至于退出方式，工商银行可以选择在5年存续期满后退出，也可以选择将所占子公司的股权转让，如果子公司是上市公司，也可以从资本市场退出，还可以将股权转让给同煤集团；如果所投资公司盈利能力好，工商银行也可以选择继续持有。

2017年4月11日，阳煤集团与交通银行山西省分行签订市场化债转股合作协议，拟设立总规模为100亿元的“债转股”基金，用于企业偿还存量负债和经营周转、项目投资等。阳煤集团相关人士表示，此举将有利于推动阳煤在本轮国企改革中优化资产结构，降低资产负债率，提升经营水平，实现转型升级。

2017年4月24日，平煤股份发布公告，公司拟与兴业国际信托有限公司、福建兴银股权投资管理有限公司、上海星斗资产管理有限公司发起设立平煤—兴业债转股基金合伙企业（有限合伙）（以下简称为“平兴基金”）。其成为河南省首支由上市公司发起的债转股基金。基金规模25亿元，其中兴业国际信托有限公司通过信托计划出资20亿元作为基金优先级有限合伙人，平煤股份出资5亿元作为劣后级有限合伙人。福建兴银股权投资管理有限公司出资1万元，为普通合伙人GP1，上海星斗资产管理有限公司出资10万元，为普通合伙人GP2。

三、能源行业推进思路

（一）山东能源集团设立“债转股”产业基金

资料显示，在启动债转股之前，山东能源集团资产负债率高达76%，负债数百亿元，其中不仅有财务还款压力，还有资金错配问题。每年仅利息支出就是一笔庞大的费用。其债权人包括农行、中行、建行等多家银行。

2016年11月14日，建设银行、山东省国资委、山东能源集团共同签署了市场化债转股框架合作协议。这是山东省首单市场化债转股项目，也是全国首批试点，还是全国煤炭行业首家案例。

据介绍，山东能源集团与建行达成的市场化债转股的基本方式为用新股还旧债。由建行吸纳社会资本，通过设立产业基金，投资山东能源集团控股子公司股权、债权资产，用以归还能源集团银行贷款等有息负债。据悉，入股企业分别是山东能源集团旗下的新汶、淄博、临沂和枣庄四家矿业公司，入股比例不一，基本在10%～20%之间。

根据此次债转股方案，建行分阶段设立了3只总规模210亿元的基金，分别为150亿元的“山东能源集团转型发展基金”、30亿元的“医疗并购重组基金”和30亿元的“资本结构优化基金（Pre-IPO/PE）”，三只基金将分阶段分别组织实施。

在退出方式上，凸显出市场化特色。根据约定，债转股基金到期前，如果山东能源集团根据规划完成上市，则能源集团转型发展基金在二级市场退出；如果未能上市，则通过设定条件由能源集团负责回购或通过基金份额转让实现产品退出。这与政策性债转股约定到期后债转股股权由母公司直接回购有着本质区别。

（二）晋能集团设立产业发展基金、并购基金

2017年5月4日，晋能集团与中信银行签署200亿元市场化债转股合作协议，支持晋能集团优化产业结构，降低资产负债率，提升经营水平，深化转型升级。

按照协议，通过中信银行发行供给侧结构性改革发展基金，设立产业发展基金、并购基金，依托中信集团的全金融牌照优势，在晋能集团企业上市、定向增发等资本运作业务上给予资金支持。目前，中信银行太原分行与晋能集团首单80亿元股权类基金业务正式获得总行批准，成功启动市场化债转股模式的运作。

晋能集团负责人曾表示，借助市场化债转股，企业不仅能降低资产负债率，同时还能为产业转型升级提供资金支持。上述协议落实后，预计企业负债率可降低5个百分点。

（三）河南能源化工集团“股＋债”方式

河南能源化工集团项目：设立河南能源转型发展基金，基金规模125亿元，以“股＋债”的方式投资到河南能源化工集团及其子公司，用于河南能源化工集团及其子公司永煤控股偿还有息负债。

四、基建行业推进思路

（一）“增资扩股＋并购基金＋并表型基金”模式

2016年11月10日，重庆建工投资控股有限责任公司、中国建设银行股份有限公司签订市场化债转股合作框架协议，标志着全国第六单、重庆首单债转股，也是重庆市支持地方国企市场化去杠杆的首单落地。

建设银行将以权益投资等多种方式向建工控股提供总金额100亿元的资金，支持其增资本、提利润、拓市场。

债转股融资方案主要围绕三方面开展：第一，对建工控股核心成员企业增资扩股，增加成员企业净资本，增加成员企业核心竞争力；第二，设立并购基金，阶段性优化调整建工控股合并财务报表，提升集团盈利水平；第三，设立并表型基金，投资建工控股承接的PPP项目，助推建工控股转型发展。

（二）设立有限合伙基金模式

2017年3月2日，中国农业银行股份有限公司与甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称为“公航旅集团”）签署银企债转股合作框架协议，共同设立有限合伙基金——“公航旅集团股权投资基金”，正式启动公航旅集团市场化债转股项目。根据协议，农业银行将通过与企业共同发起设立资金总额100亿元、为期10年、并表企业的有限合伙基金，用于甘肃全省高等级公路及重大旅游项目开发，建设和经营管理主体企业——公航旅集团提供优化债务结构、股权投资等多元化服务，项目全部实施后，预计可帮助企业降低资产负债率3.52个百分点，有效帮助公航旅集团降杠杆、降成本，切实降低企业负债水平，增强企业发展后劲，更好地发挥企业在甘肃全省交通基础设施“6873”突破行动中的骨干建设作用。

（三）提供股权融资

2017年2月9日，农业银行与山东高速签署债转股合作框架协议。根据协议，农业银行将为山东高速集团提供300亿元的股权融资规模，进一步优化企业债务结构，增强集团资本实力；同时，也有利于农业银行在新建项目投资等方面与山东高速集团展开全方位的合作，更好地实现产融结合。

五、装备制造业推进思路

（一）股份转让

2016年10月12日，一拖股份发布公告，国资委已下发批复，同意控股股东中国一拖集团有限公司（以下简称为“中国一拖”）分别将所持一拖股份1 675万股、944万股和702万股（合计3 321万股）A股股份协议转让给中国华融、建行河南省分行和东方资产管理公司持有。本次股份转让完成后，一拖股份总股本不变，中国一拖的持股量减少为4.12亿股，持股比例由44.57%变更为41.24%。上述三名金融股东所持股份是2001年中国一拖实施“债转股”时形成的。为解决历史遗留问题，同时整合发展中国一拖自身业务资源，中国一拖今年年初提出减资回购上述三名金融股东所持的中国一拖全部股权，此次减资中国一拖的注册资本将由31.75亿元减少至30.24亿元。其中，中国华融减少出资额7 623.91万元（约占中国一拖注册资本的2.4%）；建设银行河南分行减少出资额4 298.9万元（约占中国一拖注册资本的1.35%）；中国东方减少出资额3 197.13万元（约占中国一拖注册资本的1.01%）。减资完成后，中国一拖的股东将只剩下中国机械工业集团有限公司和洛阳市国资国有资产经营有限公司，它们分别持有中国一拖87.9%和12.1%的股权。此次减资由中国一拖通过协议转让的方式，以其持有的一拖股份A股股票进行支付，也意味着上述金融股东的债权最终变成上市公司的股权，变现能力将迅速提升。

（二）定向增发融资偿债

中国一重定增募资偿贷（往来款）。2016年10月12日，中国一重发布公告，公司控股股东中国第一重型机械集团公司于近日收到国务院国资委下发的《关于中国第一重型机械股份公司公开发行A股股票有关问题的批复》。根据定增预案，中国一重拟以每股4.85元的价格向公司

控股股东一重集团非公开发行31 978.29万股，募集资金总额为15.51亿元，将全部用于补足公司因偿还一重集团委托贷款和往来款15.51亿元所形成的资金缺口。一重集团将以现金方式认购本次非公开发行的全部股份，认购资金来源为各部委历年下拨的国拨资金。值得注意的是，此次中国一重并非将债务转给具有AMC资格的金融资产管理平台，而是与控股股东进行了股权和债权的置换。

六、有色金属业推进思路

云锡集团：实行以基金撬动社会资本＋交叉债转股＋债转股对应优质板块和资产模式。

2016年10月16日，建行与云南锡业集团控股有限责任公司（以下简称为“云锡集团”）签约债转股投资协议。与其一同签约的还包括建信信托、中国信达资产管理公司、中信建投证券、海问律师事务所、北京山连山矿业开发咨询公司等。这也是国务院市场化债转股指导意见出台后，全国首单地方国企市场化债转股项目。项目总额为100亿元，即建行募集100亿元社会资金，承接云锡集团100亿元债务。自有资金＋社会融资资金将用于投资股权和承接债务，分两期落地，当天签署的是首期50亿元项目。

在实施主体上，由建行与云锡集团成立基金，基金管理人来自建信信托。在资金来源上，自有资金与社会资金相结合，以社会资金为主。对于100亿元的债转股资金，主要通过市场募集社会资金；少部分以建行自有资金作原始资本金，但是金额很小，主要是为了撬动社会资金。社会资金可能包括保险资管机构、建行养老金子公司的养老金、全国社保、信达AMC的资管子公司以及私人银行理财产品等。在操作上，由建行及建信信托负责，建行负责去寻客户、谈协议等，建信信托负责基金管理。基金LP预期收益率为5%～15%，强调不刚性兑付。在定价上，债权与股权分离，在债权方面——基金以1：1账面价值承接债务，在股权方面——如果标的资产属于非上市公司，会按照评估后的公允市场价值来确定入股价格；如果是上市公司资产，则参照二级市场的价格进行定价。

该债转股有三个特点：①不是直接将银行的债权转换为银行对云锡

集团的持股，而是采用基金模式，主要吸收社会资本来帮助云锡集团还债；②基金所募集的资金将“用于还债”，为规避道德风险，主要是“转”云锡集团对建行以外的债务，用于偿还建行以外的债权；③债权转换成的股权，债和股的业务板块并非一一对应，对应的不一定是原负债单位，而是云锡集团旗下的优质板块和资产。根据投资协议，建行将采用基金模式动员社会资金，投资云锡集团有较好盈利前景的板块和优质资产。

七、其他行业推进思路

（一）鑫联环保定向发行募资偿债

2016年11月15日，鑫联环保发布《股票发行方案修订稿》，拟按7.51元的发行价格向4名合格投资者定向发行约1 749万股，共募集资金1.31亿元。其中两位投资者，中金佳泰和达孜必泰为公司股东。2015年，鑫联环保向两名股东无息借款9 500万元和3 500万元。两个债权人合计将约1.18亿元的债权转为约1 571万股。

（二）云维股份转增股本偿债

2016年11月16日，云维股份发布公告称，当日召开的第一次债权人会议及出资人会议表决通过了公司重整计划。计划中提出了“债转股”：金融普通债权30万元以下现金全额清偿，30万元以上部分清偿比例为30%。其中的6%以现金清偿，另外24%债转股。具体方案为：以云维股份现有总股本为基数，按照每10股转增10股的比例实施资本公积金转增，共计转增61 623.50万股。转增后，云维股份总股本由61 623.50万股增至123 247.00万股。全体股东同比例无偿让渡本次转增股份的30%，共计让渡18 487.05万股，用于按照重整计划的规定清偿债权人，如有剩余，由管理人处置变现用于公司后续经营。

（三）山东黄金集团设立“债转股”基金

2016年12月9日，工行与山东黄金集团签署《债转股合作框架协议》，开展总规模约100亿元的债转股业务。工行将与山东黄金集团共同设立债转股基金，投资入股山东黄金集团子公司，山东黄金集团可将投资资金用于归还银行存量债务，以此实现债转股。

（四）冀东集团设立有限合伙基金

2016年12月18日，工行与北京金隅股份有限公司和冀东发展集团有限责任公司签署了《债转股合作协议》。根据协议，工商银行将与冀东集团开展总规模50亿元的债转股业务，资金分期到位，首期为25亿元，将采用有限合伙基金模式投入企业，用于置换企业存量融资，实现债权转股权，据测算基金的50亿元资金全数将用于债转股。债转股资金全部到位后，冀东集团的杠杆率将下降8%左右，进而帮助企业降低财务杠杆、减轻成本负担。

协议表明，此次债转股主要是解决冀东集团的高杠杆问题，而不是母公司北京金隅股份的问题。虽然冀东发展债转股不能降低其母公司金隅股份的杠杆率，但是能够使金隅股份合并报表中的资产负债率下降。金隅股份合并报表中2016年第三季度总资产为1 422.45亿元，总负债为941.35亿元，资产负债率为66.18%，50亿元资金入股后偿还等量负债，能使得金隅股份总资产不变，总负债下降50亿元，变为891.35亿元，资产负债率变为62.66%，降低3.52个百分点。冀东发展债转股是由于冀东发展杠杆率远高于金隅股份，融资成本也高于金隅股份（债券隐含评级为A＋，不及金隅股份的AA＋），并且连续三年亏损，债转股的动力远大于整个金隅股份。而金隅股份将冀东发展单独拿出来降低杠杆率，也能够实现债转股资金最大效率地被使用。

金隅股份收购冀东发展，反向收购冀东水泥。重组完成后，冀东发展对上市公司冀东水泥的持股比例将降至13.20%（金隅股份将以45.43%的持股比例成为冀东水泥第一大股东），仍控股上市平台*ST冀装，但剩余资产和业务（包括装备工程、大宗商品贸易等）质量不佳。工行入股资产尚不确定，不过大概率仍是投资冀东发展中相对优质的板块，而债转股很可能是围绕上市平台*ST冀装进行运作。

通过以上实践探索的分析梳理，不难发现，本轮市场化债转股的主要要素有了一些新的变化。

1.对象行业较为集中

本轮市场化债转股主要集中在钢铁、煤炭、能源、基建、有色金属等行业，全国多家大型钢铁、煤炭企业进行了债转股尝试。既有民营，

更有国有（央企），以国有为主。数据显示，截至2017年3月底，我国钢铁行业资产负债率高达69.97%，高于2016年69.6%的平均负债率，创16年新高；煤炭行业平均资产负债率仍在67%左右；在102家央企当中，煤炭、钢铁、有色企业长期是亏损重灾区。根据现实情况预测，这一轮债转股对象企业将主要是钢铁、煤炭、机械、有色金属等产能过剩行业中的大型国有企业。

2.实施机构持续扩容

早期进行债转股的企业无第三方实施机构参与，企业直接与债权人对接，将普通债权转为股权或可转债，又或者在集团内定增融资偿还贷款。而《指导意见》的出台，明确鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股，实施机构不断扩容，既有银行所属机构，又有四大资管公司，还有地方AMC。与此同时，债委会主导推进的模式也越来越多，作用越来越明显。

3.实施方式更加多样

早期债转股的实施方式包括直接普通债转普通股、直接普通债转可转债、定增融资偿还贷款、设立基金承接债务并投资企业子公司股权等。随着《指导意见》明确银行不得直接将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权，由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现后，由第三方实施机构发起基金募集社会资本，承接银行债权并投资债务企业子公司股权将是今后债转股的重要模式。实施方式也将由单一走向多元，呈现出多种方式并举、多方协作推进的趋势。

4.资金来源更加广泛

在债转股案例中，除了直接将普通债转为普通股或可转债无须新增资金外，既可通过向公司股东等投资者非公开发行股票募集资金偿还贷款，也可以通过成立基金吸收险资、养老金、券商以及银行理财等社会资金承接集团债务并获得集团二级甚至三级子公司股权。随着《指导意见》鼓励多种类型实施机构参与开展市场化债转股，同时鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力，今后或将有更多的保险资金、信托基金、企业年金和社保基金、基金子公司或基金专户资

金、券商理财、私募基金等社会资本参与到债转股的实施过程中。

5.退出机制更加灵活

对于直接将普通债转为普通股以及定增融资还贷的模式，未来可通过公司回购股份或在二级市场出售股份的方式实现资金退出。对于将普通债转为可转债的模式，未来可根据债务人的经营情况决定退出方式。若企业经营良好，可考虑可转债行权以换取债务人股权，最后通过在二级市场上出售股份实现资金退出；若企业经营不佳，则债权人可放弃行权，要求债务人到期偿还本息。随着《指导意见》的出台，依托基金募资承债并投资集团子公司股权的模式，投资子、孙公司的股权，未来可通过公司上市或者装入主板的上市公司中，从二级市场退出，也可以通过新三板、区域股权交易上市等方式退出。

综上所述，在本轮市场化债转股的实践中，市场化、法治化、专业化的程度势必会越来越高，实施机构更加多类型，实施方式更加多元化，退出机制更具灵活性，债转股的作用势必将进一步得到发挥和彰显。

附录B
债转股实施典型案例

本书收集的案例都是近几年发生的影响较大、比较有代表性的企业债务重组、市场化债转股典型案例，包括中央企业、地方国有企业、民营企业等。其中，中国二重、中钢集团、中铁物资集团三家央企的债务重组是由银监会、国资委牵头开展的，均已成功实施完成，反响很好；陕西煤化、贵州六枝工矿是在市场化债转股政策出台以后，办理的首批银行债权转普通股的市场化债转股业务，贵州六枝工矿的债转股正在积极推动中；山东肥矿集团、河南豫联集团、湖南华菱钢铁、天津渤海钢铁，是在当地银监局的指导下，经过多方共同努力，通过债权人委员会机制开展的债务重组活动，效果很好；武钢集团是在市场化债转股政策出台后，办理的可以降低企业杠杆率的业务，有一定的参考价值。以上案例中的企业类型不同、做法不同、重组方式不同，都各具特色，并且均具有很好的借鉴价值和推广意义，是金融机构、实施机构、企业可充分借鉴的好案例。

案例1
中国第二重型机械集团公司债转股案例分析

沟通充分 市场主体协商一致完善方案

兼顾关切 债务重组艰难推进终成样板

一、案例背景

（一）公司基本情况

中国第二重型机械集团公司（以下简称为“中国二重”）成立于1958年，是中国最大的重大技术装备研制基地之一，是关系国家安全、关系国民经济命脉的基础性、战略性企业，是我国“七大重机”企业之一。2013年经国务院批准，中国二重与国机集团实施联合重组，中国二重整体产权无偿划入国机集团，中国二重成为国机集团的全资子企业。重组后，中国二重依托国机集团28所国家级研究院所和70多家海外服务机构，以及遍布140多个国家的国际市场营销网络，形成强大的产品研发、制造能力，工程总包、系统集成能力，贸易与服务能力，成为中国高端重型装备企业。

（二）债务情况分析

1.经营亏损

2011年以来，受宏观经济下行、机械行业整体低迷等多种因素影响，中国二重持续亏损。2011～2014年，中国二重累计亏损近146亿元，其旗下大多数企业已面临资不抵债的局面。

2.债务负担沉重

截至2014年年底，中国二重及其下属子公司有金融债务139.56亿元，资产负债率高达140%。其中，16家银行金融债务121.37亿元，占比86.96%；5家非银行金融债务18.19亿元，占比13.04%。在金融机构

中，农业银行用信余额最大，为28.10亿元；其次是中国银行，为27.02亿元；其他超过5亿元的有建设银行14.18亿元，工商银行13.62亿元，交通银行9.48亿元，民生银行7.84亿元，国开行5.38亿元，以及兴业银行5.2亿元。上述8家银行的债权占比达16家银行债权的91%。此外，中国二重及其下属成员企业共拖欠利息约7亿元。

3.风险暴露

2014年7月，中国二重核心子公司二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（以下简称为“二重重装”）开始拖欠多家银行利息，集团风险全面暴发。

风险全面暴发后，在监管部门、地方政府、企业及金融机构相关各方的共同努力下，集团按照市场化、法治化原则，积极研究解决方案，历时一年多，按照“现金受偿＋保留债务＋以股抵债”的模式完成了债务重组。企业资产负债率从140%降至90%，成功解决了资不抵债的问题，保障了持续经营能力。

二、案例操作

（一）成立债委会，保持一致行动，形成债务重整合力

2015年1月30日，农业银行作为牵头行，组织所有金融债权机构召开了中国二重金融债权人委员会成立大会，明确了债委会的议事规则，并要求各债权金融机构齐心协力共同推进债务重组工作。

（二）优化完善重组方案，确保重组顺利实施

在协议重组达成基本共识的情况下，双方携手进入司法重整程序。为解决协议重组方式下存在的商业银行无法主动持股、小股东股份难以让渡等法律难题，银企双方一致同意采取协议并司法重整的方式，为顺利完成债务重组工作打下了坚实的基础。

1.合理分类确定债务重组范围

债委会要求的债务重组范围仅限于债委会成员银行债权，其他非银行金融债权、经营性债权的处理由国机集团、中国二重在不占用已谈妥

的银行受偿资源的情况下另行解决。这种处理方式较快地解决了债权银行受偿资源的不确定性问题，有利于重组工作的快速推动。

2.最大限度地保障债权人持有股权的预期收益

国机集团、中国二重同意承诺从2016年起恢复二重股份盈利，并尽快满足再上市条件，实现企业的良性发展。对此，债委会也同意给予必要的债务偿还方式、期限、利率上的适当安排。2016年中国二重实现营业收入78亿元，利润总额5.25亿元，经营性现金流由负转正。

3.保留大股东地位和抵债股票让渡的安排

以股抵债股票份额的来源，根据市场惯例进行操作，即大股东让渡比例要明显高于其他股东的让渡比例，保留中国二重第一大股东地位、保留股权占比为20%；小股东让渡比例以不高于其持股比例20%为限。

4.按照“现金受偿＋保留债务＋以股抵债”方式确定具体受偿方案

债委会成员银行共计债权130亿元（含利息），其中，采取保留债务15.9亿元，现金清偿15亿元，以股抵债99.1亿元。抵债后，银行持有18.7亿股。

2015年12月末，在监管部门、地方政府、企业、银行等相关方共同努力下，中国二重的债务重组工作圆满完成。2016年1月，银行完成“以股抵债”等相关账务处理工作。

三、创新和亮点

中国二重债务重组涉及8家成员企业，如果单纯采用协议重组或司法重整的方式，均会遇到银行持股的法律障碍、小股东让渡难等问题。为破解此难题，银企双方充分沟通，积极创新，创造性地提出了“庭外协议重组＋司法重整”的重组方式，即采取在协议重整的框架下，双方携手进入司法重整程序。这就为本次债务重组提供了最好的解决途径，也为今后的金融债务重组提供了具有可操作性的范本。

四、案例启示

（一）按照市场化规则，本着银企共赢的目标坦诚地开展谈判，是债务重组成功的核心

债委会以第三方中介机构提供的尽职调查报告、偿债能力分析报告及拟订的重组初步方案为参考，按照市场化、法治化原则，与企业开展了多轮的谈判和协商。双方以尽快让企业恢复健康发展和最大限度地减少银行损失为目标，本着互谅互让的精神，最终达成了债务重组的共识意见。

（二）监管部门的有力指导、协调和督导，是保证债权银行一致行动并达成共识的关键，对债务重组起到了决定性作用

在中国二重的债务重组之前并没有可供借鉴的成功案例，但在重组过程中，银监会对重组启动、债委会筹备和成立、债委会议事规则以及其他棘手问题，进行了全程的指导、协调和监督。这对债务重组的顺利推进起到了决定性的作用。

（三）建立多方支持的沟通机制，是顺利推进重组工作的坚实基础

自债务重组启动以来，企业、债委会、监管部门及当地政府之间均建立了通畅的沟通协调机制。债委会与企业方每周进行信息沟通，定期协商谈判；监管部门及时跟进重组进展，解决遇到的各种问题；企业方与当地政府密切联系，妥善解决了职工安置、人员分流等稳定性问题。有效的沟通机制为顺利推进重组工作奠定了基础。

中国二重债务重组的成功实践取得了政府、企业、银行的三方共赢。在政府方面，有效避免了因中国二重陷入经营困境可能产生的大量工人下岗及因此带来的社会稳定问题，避免了国有资产大幅减值；在企业方面，中国二重资产负债率从140%降至90%，成功解决了资不抵债的问题，保障了持续经营能力；在银行方面，权益得到有效保障，股价按停盘前每股2.59元计算，债权银行综合受偿率为60.19%。如果企业能够按照中国二重脱困改革方案进行推进，未来经营良好，银行持有股票的二重重装（已主动退市）顺利恢复上市，利用时间换空间，银行的原债权仍然能得到较好的收益。

案例2
中国中钢集团公司债务重组案例分析

时间换空间 实现银企共赢

一、案例背景

（一）公司基本情况

中国中钢集团公司（以下简称为“中钢集团”）成立于1993年，是国务院国资委主管的大型央企。中钢集团主要从事冶金矿产资源开发与加工，冶金原料、产品贸易与物流，相关工程技术服务与设备制造，是一家为冶金工业提供资源、科技、装备集成服务，集矿产资源、工程装备、科技新材、贸易物流、投资服务为一体的大型跨国企业集团。

该集团自2008年起借国内经济高速发展及大宗商品价格大涨之势，大幅扩张经营规模，从单纯的钢铁贸易服务商向钢铁实业中的生产供应和销售环节延伸，成为“钢铁生产型服务商”，曾于2008年被国资委评为国资典型，2011年也曾跻身世界500强之列。

（二）债务情况分析

1.治理机制缺乏，管理粗放，过度扩张，负债率高企，经营举步维艰

中钢集团治理机制缺乏，管理粗放，过度扩张，结果导致多数海内外投资项目均告失败，形成超百亿元的无效资产；同时，由于其经营模式存在瑕疵，数十亿元资金被部分民营企业占用。当中国经济发展放缓、钢铁行业急转直下进入寒冬之时，该集团危机四伏，外部环境的恶劣导致集团主业连续几年出现亏损。资产负债率逐年升高，2014年6月，集团未能按时偿还部分银行利息，中钢股份在国开行6.9亿元贷款出现逾期。该事件引发媒体连续的跟进报道，各金融机构开始加紧收贷，至2014年年末，集团资金链断裂，陷入全面的债务危机。

2.负债情况分析

2009～2012年，中钢集团负债分别达到90.65%、91.14%、96.22%和98.10%。截至2014年年末，中钢集团负债总额接近1 000亿元人民币，其中，金融负债总额高达660亿元，涉及国内外众多中资银行和外资银行；商业负债总额约225亿元，涉及10万余家客户和供应商。据债委会财务顾问德勤咨询的尽职调查结果显示，截至2014年12月31日，中钢集团净资产为-200亿元，资产负债率高达127%，系严重的资不抵债。

3.债务重组的必要性和可行性分析

国务院、国资委及银监会对解决中钢集团问题均给予了高度重视。2014年12月11日，银监会组织召开了金融债权人第一次会议，确定由中行、交行、开行、农行、进出口行和浦发银行牵头，成立债委会，通过债务重组的方式解决该集团的危机。

相比破产清算，债务重组是解决中钢危机更有利的选择，其原因有以下几点。

①从财务角度看，中钢集团是贸易型企业，固定资产和可变现资产非常少，若进入破产清算，则金融机构平均受偿率不足10%。

②从政策方面看，在国内经济不景气之时，中钢集团作为第一家出现债务危机的央企，如实施破产清算，将对实体经济以及金融和社会环境造成极大的负面影响。并且，国务院对处理该集团问题已提出明确要求，实施破产清算不符合国家政策方向。

③从实际操作看，破产清算不仅耗时长、费用高，而且效率低下，结果不可控，效果不理想。

④从社会影响看，采用破产清算不仅波及众多的上下游供应商，而且会触及近4万名员工的安置问题，处理不善极有可能影响社会稳定。

⑤从金融机构自身看，破产清算受偿率低。选择债务重组，结合企业自身的业务整合，加上国资委的资金支持、银监会的政策支持，中钢集团有望重获新生。相比破产清算的结果，通过以时间换空间，金融机构的损失会更小。

4.重组的难点

中钢集团的债务重组系庭外重组，该方式在操作时没有法律法规的相应规定，存在一些难点：第一，由于缺乏统一和强制性的制度保障，债权人和债务人谈判的交易成本较高，效率无法保证；第二，庭外重组中的债委会是债权人自发组织起来的、松散性的联合维权组织，不具备民事主体资格，各债权人因债务主体、担保情况、受偿意愿等的不同导致各自利益存在很大的差异。让没有法律地位和权利的债委会负责协调各债权人，难度极大。

二、案例操作

（一）成立债委会，保持一致行动，形成债务重整合力

2015年1月16日，中钢集团金融债委会成立大会召开，会议确定了主席、副主席人选，明确了议事规则，组成了工作小组。在其后的两年中，债委会开展的工作包括：聘请财务法律顾问，开展尽职调查，提出重组方案，召开债权人大会，完成投票表决，方案上报银监会，核对债权，开展协议谈判，方案落地实施，确定后续监管事宜等。

（二）优化完善重组方案，确保重组顺利实施

1.做好自身业务整合

债委会认为，债务重组成功的前提是中钢集团自身需要做好业务整合，因此在方案制订伊始，便要求中钢集团首先完成自身的业务发展规划，包括：通过业务调整改善资产质量，培育新的利润增长点；剥离不良资产，退出严重亏损及无发展前景业务，减少出血点和盘活资产等。

2.明确方案制订的基本原则

以“三位一体，多方支持；协商求同，合作共赢；因企施策，灵活处理”等作为重组方案制订的基本原则。

3.按照“留债＋可转债＋有条件转股”的方式确定具体债务重组方案

根据法律法规、债务重组司法实践中的操作惯例，以及本次纳入重组范畴内债权回收风险大小的不同，制订的具体方案如下。

①留债。期限8年，前6年只付息不还本，第7年、第8年每半年等额偿还本金，利率按5年期贷款基准利率的6.7%计，对原集团、股份本部或其他子公司等提供的担保将阶段性保留。

②可转债。要求中钢成立新的控股平台，向金融债权人发行记名可转债，可转债票面利率为0，期限为5年。可转债的构成包括重组范围内除留债部分之外的本金，以及至基准日产生的全部利息（含罚息）。除集团和股份本部均需继续为可转债部分提供担保外，其他保证担保将被解除，中钢集团截至目前所有未设置抵质押的资产将全部作为可转债的抵质押物。

③有条件转股。自2019年起，可转债持有人将根据中钢控股平台公司的盈利水平、现金流水平、留债部分利息支付情况及国资委支持资金到位情况等因素决定是否选择行使转股权（分别按照可转债发行数量的30%、30%和40%进行转股）。未来的转股价格将根据国资委的资金投入情况和中钢集团自身经营业绩等因素确定，转股后仍将保持国资委作为第一大股东的控制和管理地位。可转债持有人在转股前可通过可转债交易平台出售债权退出，转股后亦可通过资本市场退出。

目前，在各方的共同努力下，重组成果已得以显现：对于金融机构债权人，在没有投入新的资源前提下，留债得以付息，可转债争取了空间，资产质量可获优化；对于中钢集团，在债务重组期间，能够获得国资委的支持，人员结构得以稳定，业务结构获得调整，现金流有望恢复。

三、创新和亮点

通过“以时间换空间”的创新思维，既可有效督促企业做好业务重组相关工作，尽快步入正常经营轨道，又保持了金融债权人的受偿地位，在减轻企业财务负担的同时，也大幅减轻了金融机构不良资产压力。未来金融债权人可以有选择权地进行转股，提高了对企业动态变化应对调整的灵活性，是真正意义上的银企共赢策略。

中钢集团的债务重组符合“三去一降一补”的供给侧结构性改革要求，发改委公开表示，中钢的债务重组方案符合《国务院积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权指导意见》的精神要求，中钢的债务重组方案是一个市场化债转股的成功案例，对今后的工作有重要的借鉴意义。

四、案例启示

中钢集团债务重组工作历时两年，其间困难重重。回顾整个过程，有以下经验值得总结。

（一）依法合规，审慎研究

在重组方案成型过程中，债委会始终与银监会、国资委等监管部门保持持续沟通，在市场化、法治化原则的指导下，审慎制订重组方案。由于方案首次创新地提出“可转债＋有条件债权股”的方式，因此，从审慎角度出发，经银监会、国资委上报国务院批准后，方落地实施。

（二）内外博弈，协商求同

除与债务人博弈，最大化维护权益外，近50家债委会成员如何求同存异、实现共赢也是本次债务重组工作的重点和难点。面对如此艰巨的任务，债委会主席团发挥了至关重要的作用，体现了大局观和责任感，坚持公平、公正的原则，凝心聚力，充分平衡各方利益，维护了社会稳定，保持企业平稳运行，保证了重组工作的顺利推动。

（三）多方支持，借力而行

重组工作的完成离不开监管部门的支持。例如，银监会定期听取重组进展情况汇报，协调未加入债委会行加入，协助债委会处理诸多难点和障碍，支持债委会与中钢集团、国资委进行多轮沟通，协助债委会获得相关政策支持。国资委协助集团划转财务负担重的公司，为中钢减员支出提供费用支持、资金支持，支持集团的业务发展。

（四）创新思维，力争共赢

重组方案采取“留债＋可转债＋有条件债转股”的安排，利用“以时间

换空间”，既兼顾了金融债权人的整体利益，也有利于中钢集团改革脱困，最终实现银企共赢。

中钢集团债务重组工作的成功是国家监管部门、债委会与中钢集团相互配合、共同努力的结果，在当前经济形势下，通过不断摸索、开拓创新，为央企债务重组工作提供了新思路、新手段，这将在本轮债务重组浪潮中留下了浓墨重彩的一笔。

案例3
中国铁路物资（集团）总公司债务重组案例分析

挖掘企业价值 制订科学合理重组方案

银企务实合作 形成高效多赢重组典范

一、案例背景

中国铁路物资（集团）总公司（以下简称为“铁物集团”）是国务院国资委直接管理的大型中央企业，其前身为铁道部物资管理局，2004年与铁道部脱钩被划入国务院国资委管理。2016年4月29日，国资委决定由中国诚通集团对铁物集团实施托管。

铁物集团是国家铁路物资的主要供应商，与中国铁路总公司保持着长期稳定的业务合作关系，铁路物资供应相关产品市场占比较高，具备一定的持续经营能力。但2009年以来，企业盲目追求发展规模，偏离主业，大力发展钢贸业务，由于内部管理不到位，在国内外宏观经济环境下行的背景下，产生了重大风险。几年来，铁物集团累计固化和沉淀资金高达200亿元，造成企业2013～2015年连续三年大幅亏损。2015年年末，企业资产负债率122%，已严重资不抵债。

铁物集团面临的困境主要是前期钢贸业务形成巨额亏损，造成财务负担过重，持续经营困难。但企业的铁路业务一直保持正常经营，具备一定的盈利能力，且企业土地、房产资源丰富，盘活处置价值较大，企业的困难是暂时性的；在内部改革的基础上实施债务重组，能够帮助企业走出困境。

二、案例操作

（一）在银监会的指导下，成立债委会，保持一致行动，形成债务重整合力

2016年4月5日，银监会组织召开铁物集团与主要债权银行沟通会。会议通报，经企业申请，国资委报国务院决定对铁物集团实施债务重组。2016年9月，在银监会的指导下，农业银行作为主席行，组织所有金融债权机构召开了铁物集团金融债权人委员会成立大会，明确了债委会的议事规则，并要求各债权金融机构齐心协力共同推进债务重组工作。

（二）督导企业聚集核心主业，深化内部改革，为债务重组实施奠定坚实基础

1.开展业务重组

债委会认为，开展业务重组是实施债务重组的基础和保障，铁物集团需加速资源向铁路业务聚集，挖掘优势，深耕细分市场，打造自身特色和核心竞争能力，切实提高企业的经营能力和盈利能力，恢复造血功能，保持资金链稳定，确保企业持续健康发展。

2.深化内部改革

债委会要求，铁物集团需全面深化内部改革，通过减员增效、考核激励、整章建制，加强内部管理，激发企业活力，为业务重组的顺利实施提供保障。

3.加快资产盘活

债委会要求，铁物集团需对风险事件分类建档，由集团高管亲自牵头督办重大风险事件，严肃清欠责任，加强约束激励，加快风险资产回收。同时，铁物集团需加快低效无效资产盘活，逐一梳理全系统的土地资产、项目资产，以整体转让和交政府收储为主要盘活方式，加快资金回笼。

4.争取政策支持

债委会要求，铁物集团需发挥央企优势，积极向国资委、财政部、发改委汇报沟通，申请相关项目的财政性资金、国有资本预算资金支持和税收减免，以进一步推动扭亏脱困、转型发展。同时，争取减员分流政策支持，减轻企业减员分流资金压力，维护企业稳定。

5.开展资本运作

债委会要求，铁物集团围绕铁路轨道交通业务，通过引入战略投资者，开展股权融资，优化资本结构，改善资产质量；通过资本纽带，形成战略联盟，稳固和拓展市场。同时，通过国资委协调上市公司资源，加快推进铁物股份重组上市。

（三）优化完善重组方案，确保重组顺利实施

经债委会与企业多次谈判，确定在保证债权行本金不受损失的前提下，通过盘活铁物集团存量资产、引进战略投资者等举措，偿还一部分债务，保留一部分债务，延长债务期限，降低债务利率等措施，减轻铁物集团的财务负担，保障国家铁路物资的供应安全，实现铁物集团未来持续稳定发展。对于铁物集团下属以铁路物资供应为主营业务且正常运营的子公司，不纳入重组范围。对于不纳入本次债务重组范围的债务主体，各债权行应支持其各项主营业务发展，用信条件按正常企业对待。对于经营现金流不具备足额偿债能力的债务主体，纳入重组范围，实施债务重组。

1.偿还债务安排

铁物集团通过处置存量资产、引入战略投资者以及清收不良资产等方式筹措了100亿元资金偿还债权行带息债务及私募债。在债务重组框架协议生效日起的两年时间内，分期偿还。在债务未清偿前，给予企业较大幅度的利息折让。

2.留存债务安排

各债权行债务基准日的债务余额在扣除偿还、压缩的债务后，剩余部分为留存债务。留存债务期限为5年整，在存续期内给予一定幅度的利息折让。

3.以股抵债安排

将以股抵债作为偿债备选方式，由各债权行自主选择，自主决策。

三、创新和亮点

铁物集团债务结构复杂，既有银行债务，又有债券；既有表内融资，又有表外融资；既有境内融资，又有境外融资；融资主体的财务状况也不尽相同。无论重组规模，还是重组难度，都具有典型的代表性。面对铁物集团债务重组初期的复杂性和高度的市场关注，债委会不惧困难，迎难而上，充分发挥各方的智慧，依托专业顾问意见，认真梳理分析企业情况，做实、做足各项工作，完全通过市场化谈判方式达成了重组方案。

铁物集团的债务重组，是在企业聚焦核心主业、加强内部管理、获取政策支持和推进资本运作的基础上实施的困难企业一揽子解决方案，其“本金安全＋变现还债＋留债延期＋利率优惠＋转股选择权”的重组模式，不仅化解了企业的债务危机，更为企业后续生存发展、扭亏脱困创造了良好条件。

四、案例启示

（一）监管部门的支持和指导，是债务重组取得成功的重要保障

在铁物集团重组期间，债委会与银监会保持密切联系，对重要事项及时请示汇报，得到了银监会的大力支持和指导。同时，债委会积极与国资委沟通，恳请国资委加大对铁物集团的支持力度，保障银行债权人的合法权益。国资委同意在国有资本预算、协调上市资源等方面给予企业支持。监管部门的支持对债务重组的成功实施起到了重要保障作用。

（二）开展尽职调查、挖掘企业重组价值，是设计债务重组方案的重要前提

根据财务顾问的尽职调查情况，结合企业“十三五”战略发展规划，债委会经过分析论证认为，铁物集团虽在钢贸业务上产生了重大亏损，但企业的铁路业务一直正常经营，保持持续盈利，企业的核心优势没有改变，在业务发展上一直得到国资委和铁路总公司的大力支持，企业仍然是国家铁路物资最主要的供应商，且企业土地、房产资源丰富，未来盘活处置价值较大。债委会认为，铁物集团具备重组价值，后续的重组方案设计及谈判均依据上述尽调情况展开。

（三）银企互信、照顾彼此利益关切，是达成债务重组方案的重要条件

铁物集团债务重组启动后，企业积极配合债委会工作，保证贷款利息正常支付，并同意在债权行本金不受损的前提下推进债务重组，各债权行在债委会的组织下确保到期债务正常接续，维护企业资金链稳定。在银企双方相向而行、互相支持的情况下，铁物集团的债务重组快速推进，实现了当年启动、当年达成重组方案，重组进程稳妥有序，创造了央企重组的最高效率。

（四）各债权行团结协作、互相配合，是债务重组进程快速、高效推进的重要基础

本次债务重组坚持按照“市场化、法治化、公平公正”的原则开展工作，整体债务安排做到“同债同权、还债公平、留债安全”。在铁物集团重组期间，各债权行秉持“求大同、存小异”的原则，积极配合债委会工作，加快推进内部审批流程，按时完成了金融债权人协议、债务重组方案、债务重组框架协议等各项审议事项。同时，各债权行积极响应债委会号召，加强一致行动，保证了重组期间到期债务的正常接续，维护了企业生产经营的稳定。

据了解，铁物集团债务重组效果初步显现，2016年度已扭亏为盈，目前企业抓紧盘活资产，积极推进重组上市。

案例4
陕煤化集团市场化债转股项目案例

积极探索市场化债转股 助力企业降杠杆增效益

一、案例背景

（一）公司基本情况

陕煤化集团是陕西省属特大型能源化工企业，经济规模连续两年跻身世界500强，主要业务涉及煤炭开采销售、煤化工产品生产及销售、电力生产与供应、煤炭铁路运输和机械加工等。陕煤化集团现拥有煤炭资源储量300.45亿吨，可采储量203.09亿吨，集团在煤炭资源储量、煤质及开采成本等方面，均处于行业领先水平，为行业内的关键性企业。

2016年，陕煤化集团实现原煤产量1.26亿吨，煤化工产品1 387万吨，钢材730万吨，发电量403亿度。截至2016年年底，陕煤化集团合并资产总规模达4 500亿元，销售收入为2 120亿元，实现利润30亿元。全年共退出煤炭产能1 815万吨，炼铁产能60万吨。资产负债率达到79.62%。

（二）债务重组情况

针对陕煤化集团负债水平较高（79.62%）、短期负债比重大和流动性紧张的实际问题，陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称为“陕西金资”）作为陕西省人民政府唯一授权的地方法人资产管理公司，积极践行债权人委员会的工作理念，坚持“市场化、法治化”原则，精准发力，建立与陕煤化集团的主要债权人国家开发银行、中国邮政储蓄银行及中国建设银行等政策性银行及大型国有银行的沟通和协商制度，制订了符合陕煤化集团实际情况的债务重组方案，即债转股资金优先用于偿还陕煤化集团的外部短期债务，调整企业的负债结构，缓解企业的流动性进展问题。截至报告期，债转股资金已用于偿还陕煤化集团外部流动资金贷款14.23亿元、超短期融资券85.77亿元。根据陕煤化集团最新财务快

报，陕煤化集团资产负债率已由79.62%下降至78.03%，降低了企业的负债水平，调整了企业负债结构，支持了企业的持续发展。

二、案例操作

（一）项目实施背景

2016年10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，做出在“市场化、法治化”原则下实施新一轮债转股的重大决策。陕西金融资产管理股份有限公司主动作为、勇于创新，于2016年12月28日与陕煤化集团签署《400亿元债转股合作框架协议》。

（二）项目主要内容

2017年1月20日，陕西金资实施的首单100亿元债转股项目成功落地，这也是陕西省和地方AMC的第一个市场化债转股项目。该项目由陕西金资、陕煤化集团和中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称为“邮储银行”）共同发起设立有限合伙企业，对陕煤化集团全资子公司陕西陕煤榆北煤业有限公司进行增资扩股，资金专项用于陕煤化集团归还外部债务，并建立资金监管账户，实行封闭管理、专款专用。此外，有限合伙企业通过向目标企业派驻董事、监事等方式参与企业经营管理，优化公司治理结构。

据测算，400亿元《债转股框架协议》全部实施完成后，陕煤化集团负债率将降低约10%，财务指标将进一步优化，竞争力与发展后劲将持续增强。此次陕煤化集团市场化债转股业务，对于推动陕西省属国有企业优化财务结构、降低企业杠杆率、产业链整合和产业融合、加速实现经营转型和竞争力提升具有重要的示范和借鉴意义。

三、创新和亮点

（一）创新交易结构，吸引大额长期投资满足债转股标的企业实际需求

项目通过深度尽职调查，锁定企业有确定性升值潜力和盈利能力的优质资产（陕煤化集团全资子公司陕西陕煤榆北煤业有限公司，其负责的尔林兔矿井位于陕北侏罗纪榆神矿区，地处榆林市榆阳区和神木县境内，煤炭总资源量76亿吨，设计产能为4 000万吨/年），吸引长期投资者，并充分利用金融机构对优质债转股资产的竞争，降低资金成本和企业负担，同时为项目未来以市场化方式退出提供保障。

（二）拓宽融资渠道，形成可持续的债转股业务资金来源

2016年12月26日，国家发改委发布了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，允许债转股实施机构发行债转股专项债券。陕西金资快速反应，及时把握政策机遇，推动发行全国首单100亿元债转股专项债券，以形成可持续的债转股业务资金来源。此外，陕西金资还将加大与银行、保险等金融机构的合作力度，通过成立债转股基金引入长期资金，进一步拓展债转股融资渠道，降低融资成本，更好地服务实体企业降杠杆。

四、案例启示

（一）以股权投资思维的风控模式，精选债转股项目标的

陕煤化集团在煤炭资源储量、煤质及开采成本等方面均处于行业领先水平，为行业内的关键性企业。由于行业周期性波动因素，陕煤化集团面临着流动性紧张、负债率高的暂时性困难，但其业绩弹性充足，发展前景良好，属于市场化债转股的重点支持对象。

（二）立足债转股标的企业需求，保障企业对债转股资金独立支配和使用

项目从企业端发起，既切实帮助企业降低负债率，减少财务成本，缓解债务压力，提升融资能力，又优化企业治理结构，有效推动企业融资方式，实现由以间接融资、债务融资为主向以直接融资、股权融资为主的转变，形成投资人与企业共担风险、共享收益的新型关系；通过向目标企业派驻董事、监事等方式参与企业的经营管理，进一步优化公司的经营环境和治理结构，提高企业经营效益，将金融支持实体经济落到实处。

案例5
贵州省六枝工矿集团市场化债转股项目案例

分剥有方 债务人精干瘦身有望脱困转型

协同行动 债权人协商一致艰苦去杠转股

一、案例背景

（一）企业基本情况

贵州省六枝工矿集团（以下简称为“六枝工矿”）是贵州省三大省管大型煤企之一，注册资本16.23亿元（由贵州盘江投资控股集团有限公司全资，实际控制人为贵州省国资委），下属分公司、子公司共计20家，在册职工约4 000人（其中含退休职工约900人，前期最高时为10 000人左右），经营范围包括煤炭、建材、机械制造、发电、建筑安装等。依照国家去产能战略部署，企业在计划关停3对产能过剩矿井后尚拥有生产矿井1对，设计生产能力120万吨/年；选煤厂两座，入选能力165万吨/年；在建矿井3对，设计生产能力540万吨/年。

（二）企业经营情况

从财务经营状况上看，企业自2013年以来连年亏损。亏损主要源于以下几方面原因。

①受行业不景气影响。企业主营煤炭价格自2012年达到峰值后开始一路下行，对企业经营收入产生较大负面影响（2011年主营销售收入15亿元，而2015年销售收入仅为3.6亿元）。

②煤炭生产能力没有完全释放。受煤炭安全事故、资源禀赋、技术水平及去产能政策影响，企业煤炭生产能力未得到充分释放，4对生产矿井原核定生产能力为330万吨/年，2014～2016年分别完成98万吨（总生产能力的30%）、113万吨（总生产能力的34%）、56万吨（总生产能力的17%）。

③受安全事故影响。因安全管理及瓦斯治理能力管控不足，2014年5月25日、6月11日企业发生两起重特大煤炭安全事故，导致企业停产整顿长达半年之久，影响经营的同时也为债务偿还埋下了隐患。

④企业经营规划存在失误。在“十一五”末期，因煤炭市场需求旺盛，企业大幅举债建设煤矿（3对120万吨的大型矿井，投资约50亿元）；后因煤炭市场及企业经营低迷，资金链断裂，致使在建煤矿缺乏后续资金投入，无法投产起效，加剧了企业的困难。

（三）债务情况分析

截至2016年9月30日，企业资产总额63.48亿元，负债58.27亿元（其中，金融负债34.43亿元，非金融负债23.84亿元），资产负债率91.79%。在金融负债中，农业银行为第一大债权行。此后，工商银行、建设银行债权中由盘江担保的部分已由盘江集团回购，浦发银行与贵州银行的债权已调整为不良。

二、案例操作

（一）成立债委会，保持一致行动，形成债务重整合力

依照国务院《关于市场化银行债权转股权的指导意见》及银监会《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》的要求，农行在债转股工作正式开启后，积极同各金融债权人进行沟通，在当地政府、银监局的指导下，牵头组建起六枝工矿金融债权人委员会（8家金融债权人全部加入）并协调各方共同签署了《金融债权人委员会协议》。此后，通过债委会集体决策程序聘请了财务顾问、法律顾问、会计师事务所、评估师事务所，全方位开展工作，逐步形成方案，并同政府、企业、各金融债权人进行深入谈判。

（二）优化完善重组方案，确保重组顺利实施

1.明确重组难点，对症下药

第一，企业历史包袱沉重，主要包括以下几个方面：①职工较多且（在职）职工医保、社保尚未移交社会，企业负担较重；②企业有效资

产不多、盈利点少，需要进一步加大资产开发及投入力度；③除金融债务外，企业尚存在较多的经营性债务（约10亿元），在企业资金流未恢复的情况下，大量经营性债务的存在给资产重组埋下了隐患。

第二，重组各方存在利益冲突，谈判难度较大。由于本次债转股方案涉及多方利益，包括企业、政府、银行（金融债权人）、实施机构、第三方（提供退出通道的企业），各方有不同需求且需求间存在一定冲突，导致谈判难度较大。例如，金融债权人与实施机构之间存在债权转让价格等问题，政府与实施机构间存在未来各方出资额度、控股比例等问题，企业与金融债权人之间存在债权债务计算等问题（如是否计算罚息等），企业与实施机构之间存在未来转债比例、转股价格等问题，第三方与实施机构之间存在兜底担保金额等问题，政府与企业之间存在未来政策支持力度及帮扶措施等问题。

第三，市场投资者对企业脱困尚存较大疑虑，债转股资金筹集存在较大困难。工作开展期间，银行曾与多个市场投资主体进行过洽谈。后者考虑到企业为煤炭生产企业、历史负担较重、贷款已将近3年处于不良状态等因素，普遍对企业未来前景存在疑虑；同时考虑到转股后持股期限较长（初步设计为5年），均表示不想投资，给资金的筹集造成了较大困难。

2.筛选优质资产，奠定债转股价值基础

在前期尽职调查基础上筛选企业优质资产作为本次债转股的实施标的，根据清产核资及评估报告计算标的资产的评估价值作为政府出资的一部分（另一部分为政府后续帮扶政策中注入资产时的出资）计入企业股本，这是本次方案的第一步。银行债权依照债权评估价值转让给实施机构，实施机构在购买债权后，按照方案要求对企业进行转股并保留部分债权，转股部分转为出资计入企业股本，转股后拟将企业资产负债率降低至40%。

3.两条腿走路，内部治理重塑、外部资金、政策支持

制订全面的企业脱困计划，包括按照建立现代企业制度的要求帮助企业调整治理结构，设定发展规划、业绩指标及管理层激励政策，协调化解企业经营性债务风险等；同时，在内部重塑的基础上，设立债转股基金募集资金，基金的一部分用于购买债权，另一部分用于提供流动性

及向企业提供项目建设、营运管理资金；另外，落实政府帮扶政策及债转股基金退出通道，包括提供资金补贴、资源注入等。

三、创新和亮点

以恢复企业造血能力为重点，帮助企业从根本上化解风险。六枝工矿是2016年债转股模拟运行期间选择的试点企业之一，是农业银行独立牵头签署的首单债务重组模式债转股项目。该户企业债转股特点或亮点在于：企业债务总量较小、债权人较少，提前协商分立可能拖累企业未来投资价值的合资企业，加快剥离移交“三供一业”到地方。债权人总体上协调配合和一致行动，在债委会机制下公开选聘中介机构，扎实推进债务重组和债转股，并且，地方政府支持企业脱困转型配套政策较多，资金比较到位。

本次债转股在方案设计上并不以降低企业杠杆为最终目标，企业出现亏损源于各方面的原因，不从根本上解决这些问题，即使转股也无法使企业真正摆脱困境。在对企业进行充分尽职调查的基础上，方案以如何帮助企业止损、恢复造血能力为重点。从资源注入、企业治理结构调整、历史包袱祛除等角度为企业设计了全面的脱困计划，通过提高企业自身的运营能力，使其从根本上化解风险。

四、案例启示

（一）严把企业准入、审慎选择标的

拟对企业开展债转股之前，农行曾多次赴贵州、六盘水，同分行、企业座谈并赴企业进行现场调研，通过调研沟通对企业情况有了全面深入的了解，企业虽身陷债务危机，但其属于贵州当地重点煤炭企业，对当地民生及经济的发展具有重要意义，且自身具备生存能力、非“僵尸企业”，受财务杠杆压力较大影响而出现困难，后期通过降杠杆、制度设计、各方帮扶是能够实现独立经营、有效盈利的。鉴于此，在经过充分论证的情况下，选择其作为实施对象。

（二）统筹各方利益，体现公平公正，实现全面共赢

本次债转股按照市场化、法治化的原则开展，鉴于方案涉及各方的利益，如果无法体现公平公正、实现各方的共赢，则很难将项目有效推动。为妥善解决上述问题，在项目推进中采取了以下操作方式。①在同各方协调沟通的基础上，严格按照程序聘请了各方均认可的中介机构开展审计、评估、尽调工作，在坚持中立原则的基础上为各方的决策提供统一基础。②区分不同债权情况，公平确定价值及相应权益。鉴于债权存在抵押、担保、信用等不同类型，方案中通过评估给予每笔债权合理的价值及权益评价。③以推动企业发展、价值提升为目标，实现各方共赢。企业价值的提升关系到各方的利益，只有企业价值提升了，各方才能从中获取收益，因此，如何加快企业发展，提升盈利水平成为方案所要重点解决的问题。本次方案通过合理设计企业的脱困方案、经营规划，增强了各方对企业后续发展的信心，对项目的推动起到了积极的作用。

案例6
山东肥矿集团债务重组案例分析

资产分拆、股东增信，承债减息、降低成本

一、案例背景

（一）企业基本情况

肥矿集团是山东省大型国有煤炭企业，成立于1959年，2010年成为山东能源集团下属企业。该集团主业为煤炭开采销售，现有省内煤矿5处，2015年实际产量834万吨。截至2015年年底，肥矿集团下属独立法人单位36家，包括控股企业20家、参股企业16家，在职职工17 045人，离退休人员21 476人。

成立40多年来，肥矿集团为国家经济建设做出了重要贡献，被授予多项国家级荣誉称号。20世纪70年代是“全国学大庆”的红旗单位，20世纪80年代是全国安全生产先进单位和煤矿质量标准化的发源地，20世纪90年代是全国第一批被命名的现代化矿务局。它一直是全国煤炭行业效益最好的单位之一，是国家重点扶持的512家国有重点企业之一。

（二）债务情况分析

2014年以来，随着煤炭价格的持续下行，肥矿集团出现了较为严重的经营困难和财务危机，合并报表显示，集团资产总额182.1亿元，负债总额179.2亿元，资产负债率非常高。其中，银行债务115.28亿元，涉及包含5家国有银行在内的12家银行机构。2012～2015年，肥矿集团连续4年发生亏损，累计亏损金额32.1亿元，目前，非煤产业已全部处于停产阶段。

2016年2月，在山东省副省长主持召开的省属煤炭企业重组专题会议上，山东能源集团提出《关于商榷肥矿改革重组债权人减免债权征求意见的方案》，拟通过整体破产清算（清偿率19.99%）或破产重整（清

偿率40%）解决肥矿集团问题，共涉及10家银行债权，共计115亿元，金额巨大。

经过多方支持和债权银行的不懈努力，最终银企双方达成一致，以“资产分拆＋承债减息＋挂账停息＋股东增信”的创新方式，对肥矿集团债务进行协议重组，既最大限度地保护了银行利益，避免了企业破产对区域金融环境带来的震荡，又推动了“僵尸企业”处置和过剩产能去化，减轻了企业负担，取得了“政银企”三方均满意的结果，产生了良好的社会影响。

二、案例操作

（一）成立债委会，团结一致、形成合力

债权银行迅速成立了金融债权人委员会，并将组建层级提升至省行，推选重组经验丰富的5家大型银行担任主席行和副主席行，共同签署《合作公约》，制定《议事规则》，明确了会议组织、信息沟通、监督约束等制度安排，构建了协调一致开展维权的工作机制。债委会集中了各行信贷、会计、法律等专业人才，组成25人的工作团队，先后召开专题会议45次，讨论酝酿工作思路，研究设计重组方案，为重组工作提供智力支持。

（二）清产核资、盘实家底

债委会自主选聘会计师事务所对肥矿集团开展了独立的清产核资和审计评估。在审计过程中，债委会与事务所保持密切沟通，并组织内部专家对审计初步结果进行复核，对企业大量集中计提资产减值准备等有失公允的做法，及时提出质疑，确保审计结果客观公正，使债委会在对企业重组价值进行评估、与企业协商谈判时，始终保持心中有数。

（三）依靠政府、争取支持

债委会积极向省政府及企业主管部门汇报，及时反映银行面临的困难以及企业“破产削债”可能对区域金融环境造成的冲击。省政府为此召开三次专题协调会议，明确提出了“有利于恢复企业正常生产经营，有利于降低债权人损失”等重组原则，促使山东能源集团收回了“破产削债”的

方案，并使新的重组思路向兼顾银企利益的“保本让利”方向转变。

（四）通盘筹划、综合施策

债委会对清产核资结果集体研判后认为，肥矿集团虽然整体经营困难，但仍具有大量可持续经营资产，具备重组价值。在通盘考虑肥矿及山东能源集团资产状况、债务负担、去产能安排、未来发展等情况后，债委会提出了“资产与债务重组同步、多种重组手段并用、保本减息缓释风险”的工作思路，并与企业展开38轮谈判，最终就重组方案达成一致，即通过资产重组分离出优质资产成立新公司，单独承担50%的债务，由股东提供担保，对低效落后产能进行关闭妥善安排人员；将所对应债务的30%停息挂账并由新公司担保，其余20%的债务由股东承接，所有债务在8～13年内逐步偿还，并在一定期限内执行优惠利率，以时间换空间，最大限度地保护银行债权安全。

三、创新和亮点

“资产分拆＋承债减息＋保留债务＋股东增信”全方位、多层次的创新，开创了债务重组改革的先河，示范效应明显。

①资产分拆：集中优质资产组建新公司，承担50%的债务，并逐步分流职工；关闭退出低效落后产能，分流安置冗员，移交企业办社会职能。

②承债减息：大股东承担20%的债务，并对其余债务提供担保增信；银行贷款利率实行优惠，降低企业成本。

③保留债务：保留在原公司30%的债务，并由新公司提供担保。

④股东增信：大股东对债务提供担保增信。

按照资产和债务分别进行分拆，并一一对应，以优质资产和大股东分别承担50%和20%的债务，并由大股东对剩余债务提供担保增信，既最大限度地保障了债权人的权益，又保证了公司主辅彻底分离，并以承债减息、挂账停息等多种手段，以时间换空间，减轻公司成本压力，确保公司正常运转，有力地推动了公司债务重组方案的顺利实施。

四、案例启示

总结重组工作推进过程，主要有以下几点启示。

（一）着眼盘活有效资产、优化资源配置才能实现重组目标

肥矿集团经营严重恶化，银行单纯实施债务重组，仅能缓解一时之困，无法令其起死回生，必须同时推动企业资产重组整合，才能使其重获造血能力，银行债权才能真正得以保全。因此，在债务重组过程中，债委会以促进企业盘活资产、实现可持续经营作为银企双方的利益结合点，将关闭低效落后产能、分流安置冗员、移交企业办社会职能等作为实施债务重组的条件进行约定，有效推动了肥矿集团加快体制机制改革，优化资产结构，提高经营效率。目前，肥矿已集中优质资产组建新公司，逐步分流职工7 000余人，已关闭退出产能45万吨/年，资产效率明显提高。

（二）推动控股股东承担责任是重组成功的关键

在原有“破产削债”方案中，山东能源集团对肥矿集团银行债务问题基本置身事外，银行债权受损严重。在本次重组中，债委会通过科学测算、反复协商，成功将山东能源集团引入债务重组方案，进一步强化股东责任，由其承担20%的债务，并对50%的债务提供担保增信，增强了债权银行的信心。同时，银行从支持煤炭行业长远发展出发，对山东能源集团及其所属企业的存量贷款实施利率优惠，主动降低其财务成本，形成了银企互谅互让、相互支持的局面，有效破解了重组工作中的最大难题。

（三）地方政府统筹协调是国有企业债务重组的加速机制

地方政府是地方国企改革的决策者，也是区域风险防控的第一责任人，肥矿集团的重组思路能够从最初的“破产削债”迅速转变为“保本让利”，避免陷入僵持不下、久拖不决的局面，这是地方政府在统筹国企改革发展与金融风险防控等工作的基础上，积极协调推动的结果。因此，在重组过程中，债委会应当及时向地方政府反映问题和诉求，从维护区域金融稳定的角度提出建议，使地方政府能够准确把握区域金融风险形势，妥善处理各项工作之间的关系，协调推动各方尽快达成一致。

（四）坚持市场化、法治化操作是重组结果公平公正的保障

此次重组的对象虽为国有企业，但地方政府未对重组的具体事务进行干预，而是积极做好协调，提供政策扶持，为银企平等协商、自主决策创造空间。重组方案中的利息减免、股东承债、担保增信等措施均经过债委会内部、债委会与企业之间充分沟通、反复协商，并通过债委会会议纪要、重组实施方案、银团协议等一系列法律文书固化，依法依规进行操作，充分体现了市场化、法治化原则，最终实现了多方共赢、各方满意的结果。

（五）通过债委会促进银行团结协作是顺利稳妥重组的基础

在债务重组过程中，肥矿集团债委会坚持协商性、自律性组织的角色定位，有效发挥了组织协调作用，在监管部门和银行业协会的支持下，对债权银行的维权行为加以规范和约束，统一把握行动的时机和节奏，部分银行因此放弃了原有的担保物权，暂时搁置了债权追索计划，避免了单独行动的盲目性和无序化。在债委会的协调下，肥矿集团和山东能源集团在整个工作期间融资接续顺畅、资产划转有序、人员平稳分流，未发生影响社会稳定的事件，得到了地方政府的充分肯定。

肥矿集团的大规模债务处置是本轮山东省国有企业去产能、“僵尸企业”出清工作中的首例，具有强烈的示范效应，其结果不仅维护了银行资产安全，而且对全省供给侧结构性改革任务的落实具有重大影响，其做法和经验堪称经济、社会效果皆优，是可复制、推广的经典范例。

案例7
河南豫联集团债务重组案例分析

措施及时 解决企业燃眉之急

积极引导 顺利实施债务重组

一、案例背景

（一）企业基本情况

河南豫联能源集团有限责任公司（以下简称为“豫联集团”）成立于1997年12月，是煤电铝一体化的铝加工企业，是“十二五”期间河南省重点支持的五大铝加工集团之一，其注册地址为巩义市新华路31号，法定代表人为贺怀钦。公司为俄罗斯在中国投资的旗舰项目，注册资本124 314万元，其中，东英工业投资有限公司出资120 314万元（占比96.78%），河南怡丰投资有限责任公司出资4 000万元（占比3.22%）。多年来，豫联集团经过坚持不懈的发展，形成了“以产业为基础，以资本运营和科技创新为双翼”的发展模式，实现了由加快发展到科学发展的根本性转变。2006～2009年，豫联集团累计节约标准煤20.8万吨，提前超额完成“十一五”节能总目标任务。河南中孚实业股份有限公司作为豫联集团的核心企业，于2002年在上交所上市，豫联集团持股53.29%。该公司现有总资产269亿元，员工16 000余人。2015年年底，豫联集团电解铝产能在所有电解铝企业排名为第11位，铝加工能力排名第5位。

（二）债务重组情况分析

1.产品价格下跌，经营亏损

近年来，受经济低迷、铝价煤价持续下跌、新上高精铝项目、公司计提资产和股权减值准备等因素影响，豫联集团已连续3年出现亏损。

2.负债率高，中短期债务居多

截至2016年9月末，豫联集团合并报表反映总资产267.4亿元，负债率88%。豫联集团对外融资总额172.17亿元，集团授信银行共25家。授信品种以中短期授信为主，集团1年期以内债务占债务总额的78%。

3.中俄联手，启动债务重组

2014年10月，自企业出现困境后，豫联集团的俄资股东要求两国政府把解决企业面临的债务危机问题纳入会谈事务中，从资金、政策方面支持豫联集团的发展。中国银监会多次表示，从进一步发展巩固中俄全面战略协作伙伴关系的大局出发，愿意建立联系机制，通过协调各家银行，在债权人委员会框架下与豫联集团共同制订债务重组方案。

河南银监局对此高度重视，多次深入企业调研。豫联集团整体实力位居中国铝行业前列，是“十二五”期间河南省重点支持的五大铝加工集团之一。集团一直致力于完善产业链条，投资建设了新型电解铝厂、自备电厂、高精特种铝材等项目，已经打造了“煤—电—铝—铝加工”全产业链，集团核心板块为煤炭、电力、电解铝、铝加工。企业目前正处于产业升级和转型的关键时期，近期，煤炭、电解铝价格较前期低点也有较大回升，经营有所趋好。河南银监局积极推动债委会的组建工作，多次召开会议协调各债权行合力帮扶，并取得了一定的成果。

二、案例操作

（一）深入调研，理清帮扶工作思路

为全面摸清豫联集团经营管理、资产负债、债务结构等情况，省银监局领导先后多次带队到企业进行调研，听取情况介绍，了解重组需求；指导债权银行抽调专业人员组成工作团队，对豫联集团及近30家关联企业进行了全面调查，对该集团煤炭、火电、电解铝、铝加工等主要行业进行分析评估，形成了近300页的调研报告。在深入调研的基础上，省银监局多次召开21家债权行会议进行分析研究，全面深入地对企业进行“会诊”，开出了通过建立集团层面的债委会，帮助企业实现解困并实施债务重组的“药方”，明确了“讲大局、市场化、增融并举、合力帮扶”的基本原则和“先易后难、分步实施、先急后缓、标本兼治，促进企业长期可持续发展”的工作思路。

（二）加强指导，打造高标准债委会

为使豫联集团债委会在推进企业债务重组、建立互信互惠银企关系等方面发挥积极作用，河南银监局精心指导债权银行制定了《豫联集团债权人委员会章程》，明确了工作原则、组织架构、工作机制、议事规则和工作程序等；同时，组织债权银行签订了《债权人协议》，约定了主席单位、副主席单位及各成员单位的权利和义务，确保了豫联集团债委会高标准、高效率运作。豫联集团债委会成立后，均能坚持“会前有提前通知，会时有明确议题，会后有书面决议”的要求，在推进债务重组方面发挥了主导作用。

（三）科学施策，稳步推进债务重组

从实现企业长期健康稳定发展的角度出发，债委会制定了“近、中、远”三项目标，分阶段、分步骤地推动企业债务重组。

①近期目标：通过维持银行现有贷款存量不减、降低银行融资利率和延长贷款期限等措施，改善企业资金紧张状况。

②中期目标：通过补充资本与调整负债相结合的方式，督促企业增加资本金，适时组建银团置换高成本负债等，实现优化债务结构，提高盈利能力。

③远期目标：通过推动企业重组整合，退出产业关联度较低、经营效益和市场前景不佳的行业和产业，进一步优化产业布局，减少无效低效资金占用，提高运营效率和经营效益，实现企业稳定健康发展、信贷风险有效管控，实现企业、银行和政府的多方共赢。

（四）多方努力，债务重组成效显著

经过债委会的努力，豫联集团在各家银行的贷款利率已下调，贷款期限调整至3年期，没有一家银行出现抽贷压贷，且贷款总额有所增加。近期目标的实现，每年可直接为企业节省融资成本1.6亿元，间接降低企业融资经营成本1亿元左右，较好地缓解了企业资金紧张局面，增强了企业发展信心。在此基础上，债委会充分考虑企业非银融资成本高的症结，已初步提出组建30亿~40亿元银团贷款的中期重组方案，得到了大多数债权行的积极响应。据测算，该方案实施后，将进一步改善融资结构，解决企业融资短借长用期限错配的问题，同时降低豫联集团融

资利率3～4个百分点。

截至2016年11月底，豫联集团共实现营业收入141.12亿元，较去年同期增加53.22亿元，特别是豫联集团核心子公司——中孚实业的业绩提升明显，共实现营业收入136.7亿元，较去年同期增加48.8亿元；实现利润3.27亿元，较去年同期增加8.83亿元。由于豫联集团整体经营情况有较大改善，非公开发行股票得以实施，现已通过证监会询问调查。如果顺利通过，可募集资金31.5亿元，其中大股东将筹资9亿元进行认购，届时，企业资产负债率将由目前88%降至70%。

三、创新和亮点

豫联集团债务重组债权银行一改过往通用做法，在深入分析集团业务经营现状的基础上，抓住其一直致力于完善的产业链条，投资建设了新型电解铝厂、自备电厂、高精特种铝材等项目，已经打造了“煤—电—铝—铝加工”全产业链，集团核心板块为煤炭、电力、电解铝、铝加工。以“企业目前正处于产业升级和转型的关键时期，近期，煤炭、电解铝价格较前期低点也有较大回升，经营有所趋好”的判断为依据，不再是简单地抽贷、断贷，通过司法程序处置抵押物等手段维护银行债权，而是通过调整贷款利率和还款期限等方式缓解企业短期资金压力，降低企业经营成本，增加信贷盘活存量债权，激活增量项目，以此帮助企业脱困，有效缓解经营压力，实现银企双赢。为解决银行信贷风险和帮助企业经营重新步入正轨提供了新的思路。

四、案例启示

（一）政府以及监管部门的支持是化解风险的关键因素

豫联集团规模较大，授信银行众多，仅依靠一家银行力量难以让同业达成授信共识，而政策的不统一容易带来授信集中度风险。由监管部门、银行业协会发挥牵头作用，通过债权人联席会议，协调各债权银行，共同研究解决企业经营及融资难等问题，通过多方力量，保证了豫联集团融资的连续。

（二）循序渐进的大户风控措施是化解风险的重要方法

大户授信金额普遍较大，涉及债权银行较多，出现问题后，如处理不当，极易产生系统性风险。一家债权银行授信策略的变化可能会对其他金融机构产生较大影响，压降幅度过大可能会引发同业抽贷、压贷，进一步加剧企业资金链紧张程度。因此，对银行来说，要用发展的眼光看待企业，对于经营出现好转或产业升级、转型的企业，要动态调整授信策略，积极帮助企业渡过难关。

（三）加强沟通、增强银企合作信心是化解风险的根本保障

通过债委会的沟通，重建银企合作的信心。一方面，借款企业明确了自己仅需与债委会沟通重组事项，而不需要再逐个与债权银行进行沟通，债委会一旦明确债权重组事项，即可进行操作，在提高企业重组积极性上效果显著。另一方面，在牵头行全面对借款企业的重组贷款进行贷前调查后，牵头行了解了企业的基本经营情况，更重要的是了解到企业未来发展的前景，并可以通过债委会的形式将相关情况更好地传递给各家债权行，增强了各家债权行对重组成功的信心。

（四）银行债权的保障是化解风险的基本前提

债委会的一致意见提升了债权银行盘活存量贷款的信心，在债委会成员取得一致意见后，企业对重组事项信心更足，经营上重新焕发了活力，同时对企业的经营管理也倾注了更多的精力，推动重组整合，退出产业关联度较低、经营效益和市场前景不佳的行业和产业，进一步优化产业布局，减少无效低效资金占用，提高运营效率和经营效益，实现企业稳定健康发展、信贷风险有效管控，实现企业、银行和政府的多方共赢。

案例8
渤钢系企业债务重组案例分析

多方联动发挥债委会市场化作用

一、案例背景

（一）渤钢系企业基本情况

原渤钢集团是2010年7月经天津市委、市政府批准，2013年5月开始整合，由天津钢管集团、天津钢铁集团、天津天铁冶金集团和天津冶金集团4家独立运营的国有钢铁企业联合组建，注册资本170亿元。整合以来，逐步成立了财务公司、资本运营、电子商务等7家转型发展、延伸产业链的经营实体公司。2016年4月，渤钢集团拆分为渤钢、钢管、天钢、天铁、冶金五家集团，拆分后均为天津市国资委直接监管企业。其中，钢管集团属正常经营企业不涉及债务化解问题，目前已退出债委会重组企业名单；渤钢集团分拆后基本上以贸易类业务、融资租赁业务等非钢产业为主，不涉及化解过剩钢铁产能、破产核销和政策核销等问题；天钢、天铁、冶金三家集团及下属企业（以下简称为“三家集团”）为本次债务重组和处置的重点，目前不同程度地存在开工不足、经营亏损、资金链断裂等情况。

（二）债务重组情况分析

市场低迷，行业不景气，债台高筑，经营陷入困境

2015年下半年以来，受国家经济下行、钢铁行业市场低迷、历史包袱沉重等多种因素影响，渤钢集团出现流动性困难。渤钢系企业中的天钢、天铁、冶金三家集团的债务约为1 962亿元。其中，金融机构债务1 537亿元，经营性债务425亿元[注]，利用集合信托、民营企业借款及内部员工集资等方式累计融资141.7亿元，其中职工集资累计余额达76.8亿元。并且，渤钢系债权人数量众多，共涉及99家银行业金融机构和类金融机构债权人，基本覆盖各类型机构，业务结构较为复杂，涉及天津

市、国内其他省市和境外机构。

（三）债务结构复杂

与其他过剩产能行业企业相比，渤钢系企业本次债务危机具有其特殊性。第一，债务金额较大。根据市国资委提供的资料，三家集团企业申报债务约为1 962亿元。第二，债权人数量众多。此次债务共涉及99家银行业金融机构和类金融机构债权人，基本覆盖各类型机构，业务结构较为复杂，涉及天津市、国内其他省市和境外。第三，部分债务比较敏感。三家集团企业利用集合信托、民营企业借款及内部员工集资等方式累计融资141.7亿元，其中职工集资累计金额达76.8亿元。如果不及时兑付，极易引发不稳定因素。此外，外资银行联合多次表达因其母国监管部门要求较为严格，如债务到期无法偿付，将导致其国内债务和海外债务交叉违约，影响天津在海外的声誉。第四，易引发连锁反应。渤钢系企业与天津物产集团建立了16亿美元（等值102亿元人民币）互保机制，如果渤钢集团资金链断裂，有可能把还款压力转嫁到物产集团。若不能采取有效的隔离措施，资金压力则会不断传导，将使得渤钢系企业及物产集团共同陷入债务风险。此外，因渤钢集团体量较大，与上游、下游相关企业关系复杂，一旦处理不慎，也易造成风险蔓延。

渤钢系部分企业出现资金链断裂后，部分到期债务无法按时归还，部分金融机构收回或压缩对其授信，进一步加剧企业资金紧张状况。在此情况下，考虑到渤钢集团本次债务危机的特殊性，为妥善化解渤钢集团的债务危机，推动渤钢集团实现脱困发展，最大限度地保护债权人的利益，天津市政府和金融监管部门多次召开有关会议，研究应对策略，推动组建渤钢集团债权人委员会，并尝试通过渤钢集团债权人委员会促使有关金融债权人统一行动，力争债委会在渤钢集团债务重组工作中发挥重要的市场化作用，避免由于盲目抽贷、压贷而引发区域性、系统性风险。

二、案例操作

（一）债委会成立运转，有序推动债务重组

渤钢集团债委会自2016年4月13日成立以来，积极发挥债委会作为

债权人一致行动平台的作用，各项工作取得了一定进展。

①加强基础制度建设。债委会相继制定了《债权人协议》《议事规则》等一系列制度，要求各金融债权人统一行动，推进债务有序、有效进行处置。

②设立专项工作机制。债委会设立秘书组，由债权人主席团单位推荐骨干力量，脱产集中办公，下设综合组、债权组、中介组、舆论组，分别负责日常基础工作、债权统计梳理、第三方中介机构选聘、舆情监控等工作。分别设立面向4个集团的谈判组，代表金融债权人联系企业，并就金融债务处置事宜进行有序协商、谈判。

③启动清产核资工作。债委会制订了第三方中介机构招聘、进场及开展工作的具体方案，明确了中介机构工作内容并制定了详细选聘流程。2016年12月19日～20日，债委会已通过竞争性谈判初步选定了律师事务所及会计师事务所。

④扫清债务重组障碍。为给渤钢系企业债务化解工作争取时间，债委会协调各债权人落实“存量贷款由短期转为中长期、由高息转为低息、付息方式由季付息改为年付息”债务危机缓释措施，减轻企业的短期偿债压力和资金成本，为制订债务重组方案争取了时间。针对渤钢系企业欠息问题召开专题会议并形成决议，通过多次沟通和协调，较为妥善地解决了付息问题。

⑤制订债务处置方案。期间，天津市国资委牵头制订了《三家集团债务处置框架方案》，征求意见阶段，各债权机构认为该方案给债权人可能带来的损失占债权的比例过高，各行难以承受。鉴于此，债委会从有经验的银行中抽调专业人员组成专项工作小组拟订渤钢系企业债务处置框架方案，该方案以“时间换空间、依法合规、分类施策、积极借鉴已有成功经验”为原则，提出在清产核资的基础上，参照中钢集团“留债＋可转债”的债务重组模式，对三家集团存量债务进行重组。

（二）债务重组面临的难题

1.债委会各项工作遭遇多方掣肘

①债权人加入债委会还不具有普遍性。相对于全部99家债权人而言，44家未签署协议的债权人会在一定程度上影响债委会的代表性和权

威性，也难以达到一致行动的效果。

②涉诉问题为债务重组带来不利影响。据债委会统计，截至2016年10月，重组企业（不含钢管集团）涉及金融机构债权人的被诉案件共20笔，仲裁1笔，合计21笔，标的金额37.53亿元（其中包括13家债委会成员提起的诉讼）。

2.债务重组工作可能突破现有监管规定

按照风险分类要求，贷款出现逾期或欠息，贷款形态需要向下迁徙至不良；表外业务转表内业务也需要下调贷款形态。但是，一旦贷款形成不良，在续作上又存在监管要求的障碍。受限于相关授信监管和评级规定，各银行机构后期对已经形成不良的贷款将无法采取贷款展期、利率下浮、借新还旧、按年付息、挂账计息等债务处置方式，否则会存在合规风险。

3.银企信息不对称问题有待进一步磨合解决

因渤钢系企业和债权人众多，在协调沟通上难度较大，初始在磨合上存在一定的不畅，表现为：①需要协调有关部门加强企业自救、自强意识，降低企业对政府及相关部门依赖程度，打消个别企业过度依赖银行核销处置巨额债务的想法；②需要协调企业主动配合债委会各项工作，如积极、主动、及时支付欠息，在协商谈判中及时提供必要资料，未经债委会同意不得私下售让资产等。

三、案例启示

（一）积极创设债委会主席团工作机制

考虑到渤钢集团债委会成员数量众多、结构复杂、地域较广的特点，开拓性地创设主席团这一集体决议机制。主席团成员具有相应行业代表性并负责联系同业，主要负责与企业进行协商谈判，提前初步研讨债务重组方案等重要事项。该机制有利于提高债委会决策效率，维护债权人的整体权益。

（二）成立协调小组，强化沟通协作

一方面，成立了市领导任组长，政法委、财政局、国税局、最高法院、国资委、金融局、中国人民银行和银监局共同组成的“金融债权人委员会指导协调小组”，强化对债委会筹建和运行中的指导协调。另一方面，银监局内部相关处室和分局也组成了“渤钢集团债务问题内部协调小组”，监测预警风险，及时沟通信息，协调有关债权人一致行动。

（三）引入第三方中介机构作为重要主体

债委会参与重组本身属于新事物，重组经验不足，并且均是临时组建运行，牵头行在风险管理和处置上标准不一，也没有足够的债务处置经验，对企业经营情况、产品市场前景的了解比较片面，在帮助企业重组上能力有限。因此，需要引入更有法律、财务、审计经验的第三方专业、客观、公正地主导债务重组的进行。

---

1. 目前，债委会聘请的会计师事务所尚未开启清产核资工作，该数据来源于市国资委提供的三家集团的债务处置框架方案，因钢管集团退出债委会，渤钢集团经营良好，不涉及债务处置问题，因此，数据不包含钢管和渤钢两个集团企业。

案例9
湖南华菱钢铁集团债务重组案例分析

充分发挥债权人委员会作用，支持改革重组，推动供给侧结构性改革

一、案例背景

（一）企业基本情况

湖南华菱钢铁集团（以下简称为“华菱集团”）是1997年经湖南省政府批准联合省内湘钢、涟钢、衡钢三家钢铁企业组建的大型国有企业，注册资本24.94亿元，主营业务涉及钢铁、深加工、资源投资、金融、物流及战略性新兴产业，在职职工4.6万人，离退休人员3.2万人。集团具备年产2　　200万吨粗钢的生产能力，在全国钢铁行业排名前10位，2015年位居中国500强企业第175名，湖南百强企业第1名。“十一五”以来，华菱集团累计筹资600多亿元对钢铁主业进行大规模改造升级，整体装备技术达到国内乃至世界先进水平。

（二）债务重组情况分析

1.行业产能过剩，产品和技术需转型升级，债务沉重，经营深陷困境

华菱集团虽然技术装备有优势、产品有市场，但是目前仍处于产品和技术的转型期（全面完成产品和技术转型升级还需要2～3年的时间），随着我国经济进入新常态，钢铁行业产能过剩问题凸显，华菱集团生产经营陷入困境，亏损不断加剧，2015年亏损39.5亿元，2016年第一季度继续亏损14.16亿元（其中上市公司“华菱钢铁”合并净利润亏损29.8亿元，第一季度继续亏损8.15亿元），持续经营能力堪忧。同时，华菱集团债务体量大，2015年年末整体资产负债率达87%，远高于行业平均水平。虽暂无不良情况，但融资成本高企，2012年以来累计利息支出达160亿元。在资本市场对钢铁行业权益性融资和债务性融资日趋谨

慎，银行对钢铁企业的信贷同步收紧的情况下，一旦债权银行抽贷压贷，华菱集团随时会面临资金链断裂的风险。面对经营亏损严重、负债率高企、企业内部改革滞后、人员包袱较重等诸多问题，其造血功能和融资功能逐步丧失，钢铁主业所在的上市公司面临被ST甚至退市的风险。若不及时实施重组，仅依靠华菱集团自身的力量，将难以度过行业性严冬。华菱集团的问题既涉及湖南省钢铁及上下游产业二三十万从业人员及企业自身近10万人的稳定，更事关20余家金融机构债权安全和区域性金融秩序的稳定。

2.债务情况分析

截至2016年第一季度末，华菱集团（合并报表）资产负债率达87.4%，资产总额1 124.1亿元，负债总额982.1亿元，其中在银行的授信敞口总计621.14亿元。除银行融资外，华菱集团通过直接发债的方式募集资金余额68亿元，包括09华菱债28亿元、中期票据20亿元、私募债20亿元；其下辖的上市公司“华菱钢铁”资产总额742.5亿元，负债总额645.6亿元，其中银行授信敞口447.6亿元。

3.改革重组是脱困唯一途径

华菱集团改革重组既是企业求生存、谋发展的客观需求，也是湖南省贯彻落实供给侧结构性改革要求，维护社会稳定，保护金融债权，补齐金融短板的内在需要。在“保生存、求发展”的思路下，湖南省委、省政府做出了国企改革和产业重组先行先试的决策部署，成立了以省委常委、常务副省长任组长，副省长任副组长的华菱集团改革重组领导小组，研究形成华菱集团改革重组方案。

改革重组完成后，上市公司“华菱钢铁”完成从钢铁主业向“金融＋环保”主业转型，基本面得到彻底改善。对于钢铁业务回归后的华菱集团，流动性的大幅改善为钢铁主业提质增效，转型发展赢得了时间窗口。而华菱集团资产负债结构优化后，有利于提升信用评级，拓宽融资渠道，融资能力将得以增强，帮助企业渡过难关。

二、案例操作

（一）成立债权银行联席会

为推动湖南省供给侧结构性改革，2016年，湖南省政府做出华菱集团改革重组的重大部署。为支持华菱集团改革重组，湖南银监局加强监管指导，协调省银行业协会、银行业机构于2016年5月26日组建了华菱钢铁集团债权银行联席会，涉及债权银行22家，其中最大债权行中国银行湖南省分行任联席会主席单位，国家开发银行湖南省分行、进出口银行湖南省分行、农行湖南省分行、建行湖南省分行、光大银行长沙分行、兴业银行长沙分行任联席会副主席单位。

债权人委员会的工作目标：①协调各债权银行统一支持华菱集团的改革重组，同意华菱集团整体收购上市公司除发电资产以外的钢铁子公司股权及总部相关资产和负债，并向其签署同意函。这是上市公司向证监会提交审核重组方案的必备条件之一，所有债权银行缺一不可，且需要在其确定的时限内出具，否则重组无法实施。②协调各债权银行在华菱集团改革重组审批及实施期间不抽贷、不压贷，确保企业的正常生产和经营周转。

（二）充分发挥债委会的沟通协调作用

1.推动债委会高效运转

在湖南银监局的大力推动指导下，在省政府通报华菱集团改革重组的次日，银行业协会即组织债权份额最大的国有商业银行中国银行湖南省分行，牵头开展联席会筹备工作。筹备组在征求22家在湘银行意见、摸清各行初步意向后，拟定了联席会《合作公约》。经过两周时间的准备，在湖南银监局副局长的主持下召开了首次债权银行联席会成立大会，先后召开四次碰头会，就相关重要事项达成一致意见并形成会议纪要。

2.加强沟通，形成共识

通过联席会的反复沟通解读，债权银行充分认识到省委、省政府推动华菱集团改革重组，既是湖南实现供给侧结构性改革的战略安排，又是解决华菱集团发展问题的重要手段，也是防范化解湖南银行业风险、促进区域金融健康发展的现实需要，重组成功与否关乎湖南金融稳定。

3.统一行动

银行方面以更加有力的措施支持华菱集团改革重组，切实做到稳定

预期、稳定信贷、稳定支持，在改革重组期间授信余额只增不减，不抽贷、不压贷、不抢跑，存量贷款风险控制措施的等级不降低；华菱集团方面确保了银行信贷资产安全，风险敞口没有增加，未发生授信逾期、垫款和欠息等违约情况，做好银企合作，同舟共济，共渡难关。

4.积极反馈银行诉求，切实维护银行权益

联席会成立了专门的工作组，分别同企业、政府和各债权银行建立了信息沟通机制，通过邮件、微信群等方式及时收集企业的重组进展以及各债权银行的工作进度，定期通报，切实反馈银行诉求。例如，要求华菱集团向债权银行正式提供改革重组方案、省政府及有关部门涉及华菱集团改革重组的会议纪要，增加重组信息的透明度；及时提供有法律效力，整体收购子公司股权以及总部资产、负债的明细情况；尽快解决因重组造成的贷款担保不落实及贷款主体不明确等问题。

5.加强重大问题的汇报沟通

在信贷支持上，恳请省政府向主要债权银行总行去函说明改革重组情况，加强走访沟通，争取赢得各总行的支持配合；在债权保全上，恳请省政府设立华菱集团改革重组还本付息周转金，确保重组期间银行信贷融资不出现新的违约和逾期。

（三）以钢铁换金融，恢复造血功能

①第一阶段：通过“以钢铁换金融”的形式，拟由上市公司“华菱钢铁”发行股份购买湖南财信金融控股集团有限公司下属的金融资产、华菱集团下属的节能环保资产及其他金融类公司股权，置换除湘潭节能外的其余资产及负债，并配套募集资金，进一步做优做强金融和节能环保产业。利用资产置换去掉约150万吨的过剩产能，淘汰两个“僵尸企业”，形成以“金融＋节能环保”双轮驱动的发展架构，恢复集团造血功能，推动企业新生。同时，通过注资做大、做强财信集团旗下的湖南信托、财富证券和吉祥人寿等本土金融企业，补齐湖南省金融产业短板。

②第二阶段：对从上市公司置出后的钢铁行业实施“提质增效深化改革”，使卸掉包袱后的钢铁行业轻装上阵，深化改革，提质增效。

经过近半年时间，在联席会成员的共同努力下，华菱集团债权银行联席会的两个主要工作目标已圆满完成，华菱集团改革重组取得重大进

展。在华菱钢铁关于重大重组事项的第二次董事会召开之前，各债权银行均已按期向上市公司所属的各借款人出具了由华菱集团整体收购的同意函，集团整体授信规模维持原有水平，没有发生一笔欠息和逾期未还的情况，有力地保障了企业的正常生产和经营周转。华菱集团也因此顺利地完成了重组前的相关工作，于2016年10月24日向证监会正式提交了重组相关事项的申请报告，“钢铁换金融”的方案并于2017年1月11日获证监会并购重组委员会审核通过，这充分证明了华菱集团改革重组设计的合理性和可行性。

三、创新和亮点

（一）加强与债权银行的沟通协调，有效解决了重组后授信主体与担保主体发生变更的银行信贷政策的改变

债务重组前，各债权银行对华菱集团的授信主要集中在上市公司或其下属的子公司；改革重组后，上市公司下属的钢铁产业将由华菱集团整体收购。如此一来，各债权银行原直接对上市公司的授信主体发生了变更，需转为对华菱集团的授信。而对于原对上市公司下属子公司的授信，转型后上市公司也不再提供担保，转为由集团担保。这将导致绝大部分债权银行的授信条件发生重大改变。

为此，在钢铁行业授信政策整体收紧的大环境下，债权联席会成员银行用近两个月的时间，在授信条件发生重大改变的情况下，逐一说服总行同意华菱集团改革重组的审批，并在改革重组预期难以确定的情况下，顶住管控政策的巨大压力，确保在重组审批及实施期间不抽贷、不压贷。

（二）充分发挥上市公司的平台作用降杠杆、降负债、去低效无效产能，切实完成供给侧改革

华菱集团的债务重组充分利用了上市公司平台，彻底改造了上市公司主业，创造性地发明了“以钢铁换金融”的债务重组新模式。由上市公司“华菱钢铁”发行股份购买金融资产、节能环保资产及其他金融类公司股权，置换除湘潭节能外的其余钢铁资产和负债，并配套募集资金进一步做优、做强金融和节能环保产业。利用资产置换，去掉约150万吨的过剩产能，淘汰两个“僵尸企业”，形成以“金融＋节能环保”双轮驱动的

发展架构，恢复集团造血功能，实现上市公司的转型升级，增强了上市公司实力，推动了企业新生。

四、案例启示

通过总结华菱集团债务重组的经验可以看出债权银行功不可没，对于如何在企业债务重组中充分发挥债权银行联席会的协调沟通作用，华菱集团的经验给了我们较好的启示。

债权银行联席会不同于一般企业的债权人委员会，其工作内容并非为处置和化解企业已经形成的不良资产，而是在企业的生产经营面临困境但银行债务尚未形成不良之前，主动支持企业以改革找出路，帮助企业渡过难关，从而防范金融风险的发生。债权联席会不是风险化解中的亡羊补牢，而是风险防范中的未雨绸缪。

（一）政府的责任意识和解决问题的决心，是债权联席会正常运转的根本保证

湖南省委、省政府立足长远，本着彻底解决问题的态度，从既能引导企业脱困，又可维护金融安全稳定的思路中谋划华菱集团的改革重组方案，没有任何逃废债的思想。正是由于省政府的这种责任意识和解决问题的决心，才获得了华菱集团各债权银行来自总行方面的大力支持，促使联席会最终达成工作目标。华菱集团的改革重组将注定成为我国深化国企改革的一个经典案例。

（二）银监部门的担当意识和大力支持，是债权联席会正常运转的重要保障

华菱集团债权银行多达22家，各债权银行虽然债权数额大小不一，但债权地位均等，如果仅仅依靠主席行牵头协调，难度较大，也容易被误解，需要权威部门加以引导，形成有效的沟通协调机制。湖南银监局充分理解华菱集团改革重组的重大意义，并在推动企业的改革重组中勇于担当，从债权银行联席会的组建到联席会组织召开的各次会议，均给予了大力支持，局领导每次都亲临会议指导，并安排相关监管处室予以配合支持。同时注重做好向省委、省政府领导的沟通汇报，切实维护银行权益，为债权联席会的顺利运转提供了保障。

（三）银行业协会的积极协调，是债权联席会正常运转的有力抓手

华菱集团债权银行联席会工作目标特殊，在省内乃至全国都没有先例，从工作方式到议事规则都需摸索前行。在湖南银监局的要求下，省银行业协会积极发挥协调指导作用，参与联席会文件起草、会议组织、审议事项以及形成会议纪要等多项工作。同时在联席会与政府、监管部门、企业以及各债权银行之间搭建桥梁，为联席会各项工作的开展提供强有力的支持。

（四）主席单位的精心组织和成员单位的协调配合，是债权联席会正常运转的重要基础

联席会工作从收集各债权银行的意见和建议、制定《合作公约》、通报工作进展、组织联席会议到审议相关事项，均需要有精心的组织和安排。考虑到债权银行多、时间要求紧、工作难度大的情况，为确保联席会工作取得成效，主席单位中国银行湖南省分行切实担负起牵头行的重担，成立了由省分行一把手为组长，分管风险和业务的两名副行长任副组长的领导小组，下设工作组，专门负责对接华菱集团以及各债权银行的相关工作，在各债权银行的大力支持和配合下，最终圆满实现了联席会的工作目标。

案例10
武汉钢铁（集团）公司债转股案例分析

风险共担 降杠杆优化债务结构

固本强基 债转股助推宝武合并

一、案例背景

公司基本情况

武汉钢铁（集团）公司（以下简称为“武钢集团”）始建于1955年，1958年9月13日建成投产，位于湖北省武汉市青山区，是中华人民共和国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业。武钢集团已经连续6年进入《财富》世界500强榜单。目前，武钢集团的业务主要有钢铁主业及多元产业两大板块。其中，集团多元产业重点围绕钢铁供应链、资源利用链，加大内部资源整合力度，初步形成了贸易物流与深加工、资源利用与新材料、城市建设与环保、城市服务、金融5个板块。

二、债务重组情况分析

（一）债务情况分析

2012～2014年年末及2015年9月末，武钢集团资产负债率分别达到66.47%、66.95%、62.58%和64.93%，2014年呈小幅下降，但在2015年第三季度有所回升；流动比率分别为0.59、0.57、0.47和0.52，速动比率分别为0.33、0.29、0.23和0.27，短期偿债指标小幅下降，公司债务压力有所加大。

根据武钢集团2016年中报显示，截至2016年上半年，武钢集团资产总额1 724亿元，总负债1 272亿元，其中流动负债1 067亿元，资产负债率高达73.7%。

（二）债务重组的必要性分析

①持续降低企业资产负债率。到2016年6月月末，该企业资产负债率虽已达到国资委要求的80%以内的标准，但仍高于行业平均值63.5%的水平，因此，企业需进一步压降杠杆率，优化财务结构。

②调整长短期限债务占比结构。截至2016年6月月末，企业流动负债占比较高，短期偿债压力较大，企业存在平衡中长期债务占比、适度降低短期债务占比的需求。

（三）债务重组的可行性分析

根据《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》的政策和精神，武钢集团符合如附表B-1所示的条件。

附表B-1 武钢集团相关条件

相关规定	武钢集团
发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排	已按国务院要求与宝钢集团实施联合重组
主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标	武钢集团为全球最大、质量品种一流的硅钢生产基地，在高性能工程结构用钢、精品长材等方面保持国内领先地位，环保及安全生产达到国家标准
信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录	经征信查询，企业信用状况良好

三、案例操作

（一）充分认证，确定重组方案

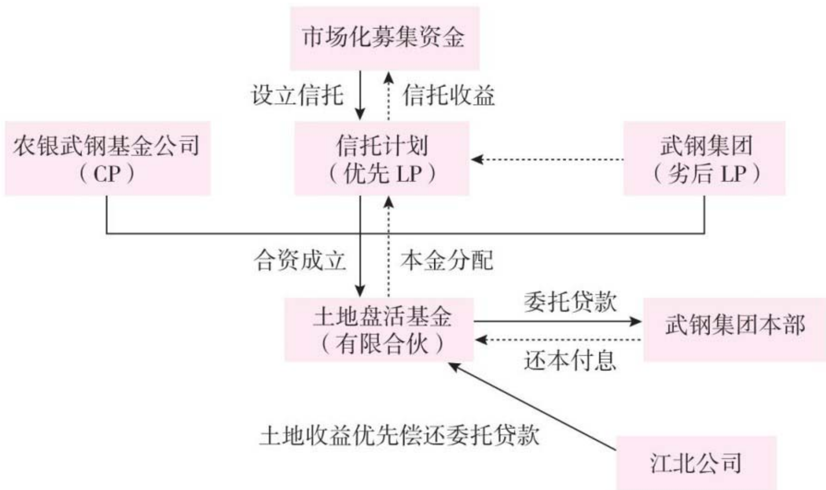
针对武钢集团的实际情况和具体需求，武钢集团在银行的帮助下，经充分研究论证，形成了脱困具体措施，包括化解过剩产能、优化人力资源、加快创新发展、盘活资产等手段；债权银行按照市场化、法治化原则，引入社会资金设立产业基金并投入武钢集团，用于置换其存量高息负债、短期负债等。以农业银行牵头开展的债转股为例进行说明，其

总体方案如下。

农业银行与武钢集团共同成立合伙企业，出资规模为60亿元。合伙企业通过委托贷款方式将资金发放给武钢集团，期限5年。贷款采取信用方式，同时将武钢集团子公司——武汉钢铁江北集团有限公司（以下简称为“江北公司”）未来可实现的土地出让收入作为优先还款来源，不足部分由武钢集团予以偿付。该方案需成立基金和基金管理公司，程序相对烦琐，流程较为复杂。对于具体合同中约定的某些限制性条款，需与客户充分沟通，这在一定程度上增加了业务推进的难度。

（二）主要交易结构

武钢集团主要交易结构如附图B-1所示。



附图B-1 武钢集团主要交易结构

（三）实施步骤

①成立基金管理公司：农银武钢基金管理公司。

②设立有限合伙企业：农银武钢基金管理公司作为GP，市场化募集资金通过信托计划作为优先级LP，武钢集团作为劣后级LP共同成立合伙企业。合伙企业的出资规模为60亿元（以江北公司出让土地收益为基础测算，各方协商确定）。三方签订《有限合伙企业合伙协议》，约定各方出资同比例到位、优先级LP投资收益及享有的决策权。

③发放委托贷款：合伙企业向武钢集团发放委托贷款，委托贷款金

额60亿元，期限不超过5年，利率协商确定。

④农行资金退出：合伙企业与江北公司、武钢集团三方签订协议，约定江北公司在获得土地收益后，应确保优先偿还有限合伙向武钢集团发放的委托贷款本息，不足部分由武钢集团予以偿付。

⑤保障措施：通过签署监管协议予以保障。

通过实施上述措施，武钢集团的财务报表得到了优化，资产负债率降低了2个百分点；长短期债务结构进一步平衡，抗御风险能力增强。

2016年9月22日，经报国务院批准，宝钢集团有限公司与武钢集团实施联合重组，组建中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称为“宝武集团”），武钢集团整体无偿划入，成为其全资子公司。武钢集团与宝武集团武汉总部实行“两块牌子、一套班子”的运作方式，是宝武集团在武汉的延伸，承担武钢集团作为公司法人的各项管理职能。2016年12月1日，宝武集团正式揭牌成立，其注册资本527.9亿元，资产规模7 395亿元，共有员工22.8万人，成为中国第一、世界第二大钢铁公司。截至2016年年底，宝武集团实现营业收入3 072亿元，利润70.2亿元。

四、创新和亮点

紧密服务供给侧改革与企业战略重组，通过降杠杆和债转股优化债务结构，增强发展后劲；通过并表基金模式实现风险共担、银企双赢。

五、案例启示

回顾整个债务重组过程，我们认为有以下经验值得总结。

①符合国家目前债转股、去杠杆的整体要求，企业通过该方案能合理调整债务期限，盘活存量资产，有效降低资产负债率，增强抗御风险的能力和发展后劲。

②通过交易结构的设计，产业基金方案不仅能优化企业债务结构，降低资产负债率，也有利于银行在确保资金安全的前提下，获得一定回

报。

③有利于通过帮助优质企业渡过现阶段的经营难关，维护和巩固银企关系，进一步挖掘客户价值。

附录C
债转股主要政策文件

国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见

国发〔2016〕54号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

近年来，我国企业杠杆率高企，债务规模增长过快，企业债务负担不断加重。在国际经济环境更趋复杂、我国经济下行压力仍然较大的背景下，一些企业经营困难加剧，一定程度上导致债务风险上升。为贯彻落实党中央、国务院关于推进供给侧结构性改革、重点做好“三去一降一补”工作的决策部署，促进建立和完善现代企业制度，增强经济中长期发展韧性，现就积极稳妥降低企业杠杆率（以下简称降杠杆）提出以下意见。

一、总体要求

降杠杆的总体思路是：全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神，认真落实中央经济工作会议和政府工作报告部署，坚持积极的财政政策和稳健的货币政策取向，以市场化、法治化方式，通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础。

在推进降杠杆过程中，要坚持以下基本原则。

市场化原则。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用。债权人和债务人等市场主体依据自身需求开展或参与降杠杆，自主协商确定各类交易的价格与条件并自担风险、自享收益。政府通过制定引导政策，完善相关监管规则，维护公平竞争的市场秩序，做好必要的组织协调工作，保持社会稳定，为降杠杆营造良好环境。

法治化原则。依法依规开展降杠杆工作，政府与各市场主体都要严格依法行事，尤其要注重保护债权人、投资者和企业职工合法权益。加强社会信用体系建设，防范道德风险，严厉打击逃废债行为，防止应由市场主体承担的责任不合理地转嫁给政府或其他相关主体。明确政府责任范围，政府不承担损失的兜底责任。

有序开展原则。降杠杆要把握好稳增长、调结构、防风险的关系，注意防范和化解降杠杆过程中可能出现的各类风险。尊重经济规律，充分考虑不同类型行业和企业的杠杆特征，分类施策，有扶有控，不搞“一刀切”，防止一哄而起，稳妥有序地予以推进。

统筹协调原则。降杠杆是一项时间跨度较长的系统工程。要立足当前、着眼长远，标本兼治、综合施策。要把建立规范现代企业制度、完善公司治理结构、强化自身约束机制作为降杠杆的根本途径。降杠杆要综合运用多种手段，与企业改组改制、降低实体经济企业成本、化解过剩产能、促进企业转型升级等工作有机结合、协同推进。

二、主要途径

（一）积极推进企业兼并重组

1.鼓励跨地区、跨所有制兼并重组。支持通过兼并重组培育优质企业。进一步打破地方保护、区域封锁，鼓励企业跨地区开展兼并重组。推动混合所有制改革，鼓励国有企业通过出让股份、增资扩股、合资合作等方式引入民营资本。加快垄断行业改革，向民营资本开放垄断行业的竞争性业务领域。

2.推动重点行业兼并重组。发挥好产业政策的引导作用，鼓励产能过剩行业企业加大兼并重组力度，加快“僵尸企业”退出，有效化解过剩产能，实现市场出清。加大对产业集中度不高、同质化竞争突出行业或产业的联合重组，加强资源整合，发展规模经济，实施减员增效，提高综合竞争力。

3.引导企业业务结构重组。引导企业精益化经营，突出主业，优化产业链布局，克服盲目扩张粗放经营。通过出售转让非主业或低收益业务回收资金、减少债务和支出，降低企业资金低效占用，提高企业运营

效率和经营效益。

4.加大对企业兼并重组的金融支持。通过并购贷款等措施，支持符合条件的企业开展并购重组。允许符合条件的企业通过发行优先股、可转换债券等方式筹集兼并重组资金。进一步创新融资方式，满足企业兼并重组不同阶段的融资需求。鼓励各类投资者通过股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等形式参与企业兼并重组。

（二）完善现代企业制度强化自我约束

5.建立和完善现代企业制度。建立健全现代企业制度、完善公司治理结构，对企业负债行为建立权责明确、制衡有效的决策执行监督机制，加强企业自身财务杠杆约束，合理安排债务融资规模，有效控制企业杠杆率，形成合理资产负债结构。

6.明确企业降杠杆的主体责任。企业是降杠杆的第一责任主体。强化企业管理层资产负债管理责任，合理设计激励约束制度，处理好企业长期发展和短期业绩的关系，树立审慎经营观念，防止激进经营过度负债。落实企业股东责任，按照出资义务依法缴足出资，根据股权先于债权吸收损失原则承担必要的降杠杆成本。

7.强化国有企业降杠杆的考核机制。各级国有资产管理部门应切实履行职责，积极推动国有企业降杠杆工作，将降杠杆纳入国有资产管理部门对国有企业的业绩考核体系。统筹运用政绩考核、人事任免、创新型试点政策倾斜等机制，调动地方各级人民政府和国有企业降杠杆的积极性。

（三）多措并举盘活企业存量资产

8.分类清理企业存量资产。规范化清理资产，做好闲置存量资产相关尽职调查、资产清查、财产评估等工作，清退无效资产，实现人资分离，使资产达到可交易状态。

9.采取多种方式盘活闲置资产。对土地、厂房、设备等闲置资产以及各类重资产，采取出售、转让、租赁、回租、招商合作等多种形式予以盘活，实现有效利用。引导企业进入产权交易市场，充分发挥产权交易市场价格发现、价值实现功能。

10.加大存量资产整合力度。鼓励企业整合内部资源，将与主业相关的资产整合清理后并入主业板块，提高存量资产的利用水平，改善企业经营效益。

11.有序开展企业资产证券化。按照“真实出售、破产隔离”原则，积极开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。

（四）多方式优化企业债务结构

12.推动企业开展债务清理和债务整合。加大清欠力度，减少无效占用，加快资金周转，降低资产负债率。多措并举清理因担保圈、债务链形成的三角债。加快清理以政府、大企业为源头的资金拖欠，推动开展中小企业应收账款融资。对发展前景良好、生产经营较为正常，有技术、有订单，但由于阶段性原因成为资金拖欠源头的企业，鼓励充分调动多方力量，在政策允许范围内，统筹运用盘活资产、发行债券和银行信贷等多种手段，予以必要支持。

13.降低企业财务负担。加快公司信用类债券产品创新，丰富债券品种，推动企业在风险可控的前提下利用债券市场提高直接融资比重，优化企业债务结构。鼓励企业加强资金集中管理，支持符合条件的企业设立财务公司，加强内部资金融通，提高企业资金使用效率。通过大力发展政府支持的担保机构等措施，提高企业信用等级，降低融资成本。

（五）有序开展市场化银行债权转股权

14.以市场化法治化方式开展债转股。由银行、实施机构和企业依据国家政策导向自主协商确定转股对象、转股债权以及转股价格和条件，实施机构市场化筹集债转股所需资金，并多渠道、多方式实现股权市场化退出。

15.以促进优胜劣汰为目的开展市场化债转股。鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，严禁将“僵尸企业”、失信企业和不符合国家产业政策的企业作为市场化债转股对象。

16.鼓励多类型实施机构参与开展市场化债转股。除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权。银行将债权转为股权应通过向实施

机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股；鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。

（六）依法依规实施企业破产

17.建立健全依法破产的体制机制。充分发挥企业破产在解决债务矛盾、公平保障各方权利、优化资源配置等方面的重要作用。完善破产清算司法解释和司法政策。健全破产管理人制度。探索建立关联企业合并破产制度。细化工作流程规则，切实解决破产程序中的违法执行问题。支持法院建立专门清算与破产审判庭，积极支持优化法官配备并加强专业培训，强化破产司法能力建设。规范和引导律师事务所、会计师事务所等中介机构依法履职，增强破产清算服务能力。

18.因企制宜实施企业破产清算、重整与和解。对于扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”，要破除障碍，依司法程序进行破产清算，全面清查破产企业财产，清偿破产企业债务并注销破产企业法人资格，妥善安置人员。对符合破产条件但仍有发展前景的企业，支持债权人和企业按照法院破产重整程序或自主协商对企业进行债务重组。鼓励企业与债权人依据破产和解程序达成和解协议，实施和解。在企业破产过程中，切实发挥债权人委员会作用，保护各类债权人和企业职工合法权益。

19.健全企业破产配套制度。政府与法院依法依规加强企业破产工作沟通协调，解决破产程序启动难问题，做好破产企业职工安置和权益保障、企业互保联保和民间融资风险化解、维护社会稳定等各方面工作。加快完善清算后工商登记注销等配套政策。

（七）积极发展股权融资

20.加快健全和完善多层次股权市场。加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制。研究全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板创业板相关制度。规范发展服务中小微企业的区域性股权市场。支持区域性股权市场运营模式和服务方式创新，强化融资功能。

21.推动交易所市场平稳健康发展。进一步发展壮大证券交易所主板，深入发展中小企业板，深化创业板改革，加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，依法保护投资者权益，支持符合条件的企业在证券交易所市场发行股票进行股权融资。

22.创新和丰富股权融资工具。大力发展私募股权投资基金，促进创业投资。创新财政资金使用方式，发挥产业投资基金的引导作用。规范发展各类股权类受托管理资金。在有效监管的前提下，探索运用股债结合、投贷联动和夹层融资工具。

23.拓宽股权融资资金来源。鼓励保险资金、年金、基本养老保险基金等长期性资金按相关规定进行股权投资。有序引导储蓄转化为股本投资。积极有效引进国外直接投资和国外创业投资资金。

三、营造良好的市场与政策环境

24.落实和完善降杠杆财税支持政策。发挥积极的财政政策作用，落实并完善企业兼并重组、破产清算、资产证券化、债转股和银行不良资产核销等相关税收政策。根据需要，采取适当财政支持方式激励引导降杠杆。

25.提高银行不良资产核销和处置能力。拓宽不良资产市场转让渠道，探索扩大银行不良资产受让主体，强化不良资产处置市场竞争。加大力度落实不良资产转让政策，支持银行向金融资产管理公司打包转让不良资产。推动银行不良资产证券化。多渠道补充银行核心和非核心资本，提高损失吸收能力。

26.加强市场主体信用约束。建立相关企业和机构及其法定代表人、高级管理人员的信用记录，并纳入全国信用信息共享平台。构建参与各方失信行为联合惩戒机制，依据相关法律法规严格追究恶意逃废债和国有资产流失等违法违规单位及相关人员责任。

27.强化金融机构授信约束。银行业金融机构应通过建立债权人委员会、联合授信等机制，完善客户信息共享，综合确定企业授信额度，并可通过合同约定等方式，避免过度授信，防止企业杠杆率超出合理水平。对授信银行超过一定数量、授信金额超过一定规模的企业原则上以

银团联合方式发放贷款，有效限制对高杠杆企业贷款。

28.健全投资者适当性管理制度。合理确定投资者参与降杠杆的资格与条件。鼓励具有丰富企业管理经验或专业投资分析能力，并有相应风险承受力的机构投资者参与企业市场化降杠杆。完善个人投资者适当性管理制度，依法建立合格个人投资者识别风险和自担风险的信用承诺制度，防止不合格个人投资者投资降杠杆相关金融产品和超出能力承担风险。

29.切实减轻企业社会负担。完善减轻企业非债务负担配套政策，落实已出台的各项清理规范涉企行政性、事业性收费以及具有强制垄断性的经营服务收费、行业协会涉企收费政策。加大对企业在降杠杆过程中剥离相关社会负担和辅业资产的政策支持力度。

30.稳妥做好重组企业的职工分流安置工作。各级人民政府要高度重视降杠杆过程中的职工安置，充分发挥企业主体作用，多措并举做好职工安置工作。鼓励企业充分挖掘内部潜力，通过协商薪酬、转岗培训等方式，稳定现有工作岗位。支持企业依靠现有场地、设施、技术开辟新的就业岗位。对不裁员或少裁员的企业，按规定由失业保险实施稳岗补贴政策。依法妥善处理职工劳动关系，稳妥接续社会保险关系，按规定落实社会保险待遇。积极做好再就业帮扶，落实就业扶持政策，加大职业培训力度，提供公共就业服务，对就业困难人员按规定实施公益性岗位托底安置。

31.落实产业升级配套政策。进一步落实重点行业产业转型升级和化解过剩产能的配套支持措施，加大对重点企业兼并重组和产业整合的支持力度，发挥产业投资基金作用，吸引社会资本参与，实行市场化运作，推动重点行业破局性、战略性重组，实现产业链整合及产业融合，通过资源重新配置降低企业杠杆率，进一步提升优质企业竞争力。

32.严密监测和有效防范风险。加强政策协调，强化信息沟通与研判预警，提高防范风险的预见性、有效性，严密监控降杠杆可能导致的股市、汇市、债市等金融市场风险，防止风险跨市场传染。填补监管空白与漏洞，实现监管全覆盖，完善风险处置预案，严守不发生系统性风险的底线。

33.规范履行相关程序。在降杠杆过程中，涉及政府管理事项的，要

严格履行相关核准或备案程序，严禁违法违规操作。为适应开展降杠杆工作的需要，有关部门和单位应进一步明确、规范和简化相关程序，提高行政效率。

34.更好发挥政府作用。政府在降杠杆工作中的职责是制定规则，完善政策，适当引导，依法监督，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，做好职工合法权益保护等社会保障兜底工作，确保降杠杆在市场化、法治化轨道上平稳有序推进。政府在引导降杠杆过程中，要依法依规、遵循规律、规范行为，不干预降杠杆工作中各市场主体的相关决策和具体事务。同时，各级人民政府要切实履行好国有企业出资人职责，在国有企业降杠杆决策中依照法律法规和公司章程行使国有股东权利。

国家发展改革委、中国人民银行、财政部、银监会等相关部门和单位要建立积极稳妥降低企业杠杆率部际联席会议制度，加强综合协调指导，完善配套措施，组织先行先试，统筹推进各项工作。及时了解新情况，研究、解决降杠杆过程中出现的新问题。通过多种方式，加强舆论引导，适时适度做好宣传报道和政策解读工作，回应社会关切，营造良好的舆论环境。及时归集、整理降杠杆相关信息并进行分析研究，适时开展降杠杆政策效果评估，重大问题及时向国务院报告。

国务院

2016年9月22日

关于市场化银行债权转股权的指导意见

为贯彻落实中央经济工作会议精神和政府工作报告部署，切实降低企业杠杆率，增强经济中长期发展韧性，现就市场化银行债权转股权（以下简称“债转股”）提出以下指导意见。

一、重要意义

为有效落实供给侧结构性改革决策部署，支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关，有必要采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。在当前形势下对具备条件的企业开展市场化债转股，是稳增长、促改革、调结构、防风险的重要结合点，可以有效降低企业杠杆率，增强企业资本实力，防范企业债务风险；有利于帮助企业降本增效，增强竞争力，实现优胜劣汰；有利于推动企业股权多元化，促进企业改组改制，完善现代企业制度；有利于加快多层次资本市场建设，提高直接融资比重，优化融资结构。

随着社会主义市场经济体制的逐步完善，当前具有开展市场化债转股的较好条件。公司法、证券法、企业破产法、公司注册资本登记管理规定等法律法规已较为完备，为开展市场化债转股提供了重要制度保障；银行、金融资产管理公司和有关企业治理结构更加完善，在资产处置、企业重组和资本市场业务方面积累了丰富经验，为开展债转股提供了市场化的主体条件。

二、总体要求

全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神，认真落实中央经济工作会议和政府工作报告部署，遵循法治化原则、按照市场化方式有序开展银行债权转股权，紧密结合深化企业改革，切实降低企业杠杆率，助推完善现代企业制度、实现降本增效，助推多层次资本市场建设、提高直接融资比重，助推供给侧结构性改革、增强企业竞争力

和发展后劲。

开展市场化债转股要遵循以下基本原则：

市场运作，政策引导。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，建立债转股的对象企业市场化选择、价格市场化定价、资金市场化筹集、股权市场化退出等长效机制，政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股，不搞拉郎配。政府通过制定必要的引导政策，完善相关监管规则，依法加强监督，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，为市场化债转股营造良好环境。

遵循法治，防范风险。健全审慎监管规则，确保银行转股债权洁净转让、真实出售，有效实现风险隔离，防止企业风险向金融机构转移。依法依规有序开展市场化债转股，政府和市场主体都应依法行事。加强社会信用体系建设，防范道德风险，严厉打击逃废债行为，防止应由市场主体承担的责任不合理地转嫁给政府或其他相关主体。明确政府责任范围，政府不承担损失的兜底责任。

重在改革，协同推进。开展市场化债转股要与深化企业改革、降低实体经济企业成本、化解过剩产能和企业兼并重组等工作有机结合、协同推进。债转股企业要同步建立现代企业制度、完善公司治理结构、强化激励约束机制、提升管理水平和创新能力，为长期持续健康发展奠定基础。

三、实施方式

（一）明确适用企业和债权范围

市场化债转股对象企业由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定。

市场化债转股对象企业应当具备以下条件：发展前景较好，具有可行的企业改革计划和脱困安排；主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。

鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，包括：因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业；因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业；高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。

禁止将下列情形的企业作为市场化债转股对象：扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；有恶意逃废债行为的企业；债权债务关系复杂且不明晰的企业；有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权。转股债权质量类型由债权人、企业和实施机构自主协商确定。

（二）通过实施机构开展市场化债转股

除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权。银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。

鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股；鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力。

鼓励银行向非本行所属实施机构转让债权实施转股，支持不同银行通过所属实施机构交叉实施市场化债转股。银行所属实施机构面向本行债权开展市场化债转股应当符合相关监管要求。

鼓励各类实施机构公开、公平、公正竞争开展市场化债转股，支持各类实施机构之间以及实施机构与私募股权投资基金等股权投资机构之间开展合作。

（三）自主协商确定市场化债转股价格和条件

银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件。对于涉及多个债权人的，可以由最大债权人或主动发起市场化债转股的债权人牵头成立债权人委员会进行协调。

经批准，允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。为适应开展市场化债转股工作的需要，应进一步明确、规范国有资产转让相关程序。

完善优先股发行政策，允许通过协商并经法定程序把债权转换为优先股，依法合理确定优先股股东权益。

（四）市场化筹集债转股资金

债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金，特别是可用于股本投资的资金，包括各类受托管理的资金。支持符合条件的实施机构发行专项用于市场化债转股的金融债券，探索发行用于市场化债转股的企业债券，并适当简化审批程序。

（五）规范履行股权变更等相关程序

债转股企业应依法进行公司设立或股东变更、董事会重组等，完成工商注册登记或变更登记手续。涉及上市公司增发股份的应履行证券监管部门规定的相关程序。

（六）依法依规落实和保护股东权利

市场化债转股实施后，要保障实施机构享有公司法规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。

银行所属实施机构应确定在债转股企业中的合理持股份额，并根据公司法等法律法规要求承担有限责任。

（七）采取多种市场化方式实现股权退出

实施机构对股权有退出预期的，可与企业协商约定所持股权的退出方式。债转股企业为上市公司的，债转股股权可以依法转让退出，转让时应遵守限售期等证券监管规定。债转股企业为非上市公司的，鼓励利用并购、全国中小企业股份转让系统挂牌、区域性股权市场交易、证券交易所上市等渠道实现转让退出。

四、营造良好环境

（一）规范政府行为

在市场化债转股过程中，政府的职责是制定规则，完善政策，依法监督，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，做好职工合法权益保护等社会保障兜底工作，确保债转股在市场化、法治化轨道上平稳有序推进。

各级人民政府及其部门不干预债转股市场主体具体事务，不得确定具体转股企业，不得强行要求银行开展债转股，不得指定转股债权，不得干预债转股定价和条件设定，不得妨碍转股股东行使股东权利，不得干预债转股企业日常经营。同时，各级人民政府要切实履行好国有企业出资人职责，在国有企业债转股决策中依照法律法规和公司章程行使国有股东权利。

（二）推动企业改革

要把建立和完善现代企业制度作为开展市场化债转股的前提条件。通过市场化债转股推动企业改组改制，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制，提高企业经营管理水平。

债转股企业要健全公司治理结构，合理安排董事会、监事会和高级管理层，建立权责对等、运转协调、制衡有效的决策执行监督机制。

（三）落实和完善相关政策

支持债转股企业所处行业加快重组与整合，加大对债转股企业剥离社会负担和辅业资产的支持力度，稳妥做好分流安置富余人员工作，为债转股企业发展创造更为有利的产业与市场环境。

符合条件的债转股企业可按规定享受企业重组相关税收优惠政策。根据需要，采取适当财政支持方式激励引导开展市场化债转股。

（四）强化约束机制

加强对市场化债转股相关主体的信用约束，建立债转股相关企业和

机构及其法定代表人、高级管理人员的信用记录，并纳入全国信用信息共享平台。构建市场化债转股参与各方失信行为联合惩戒机制，依据相关法律法规严格追究违法违规单位及相关人员责任。

强化对债转股企业的财务杠杆约束，在债转股协议中，相关主体应对企业未来债务融资行为进行规范，共同制定合理的债务安排和融资规划，对资产负债率作出明确约定，防止企业杠杆率再次超出合理水平。

规范债转股企业和股东资产处置行为，严格禁止债转股企业任何股东特别是大股东掏空企业资产、随意占用和挪用企业财产等侵害其他股东权益的行为。防范债转股企业和实施机构可能存在的损害中小股东利益的不正当利益输送行为。

建立投资者适当性管理制度，对投资者参与市场化债转股设定适当资格与条件，鼓励具有丰富企业管理和重组经验的机构投资者参与市场化债转股。完善个人投资者适当性管理制度，依法建立合格个人投资者识别风险和自担风险的信用承诺制度，防止不合格个人投资者参与市场化债转股投资和超出能力承担风险。

（五）加强和改进服务与监督

各部门和单位要健全工作机制，加强协调配合，做好服务与监督工作。要按照分工抓紧完善相关政策，制定配套措施。要加强监督指导，及时研究新情况，解决市场化债转股实施中出现的新问题。加强政策宣传，做好解读、引导工作。

各地人民政府要营造良好的区域金融环境，支持债权人、实施机构、企业自主协商，维护公平竞争的市场秩序，保持社会稳定，做好相关工作。

国家发展改革委、人民银行、财政部、银监会等相关部门和单位要指导银行、实施机构和企业试点先行，有序开展市场化债转股，防止一哄而起；加强全过程监督检查，及时归集、整理市场化债转股相关信息并进行分析研究，适时开展市场化债转股政策效果评估，重大问题及时向国务院报告。

中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知

（银监办便函〔2016〕1196号）

各银监局，各政策性银行、大型银行、股份制银行，邮储银行，外资银行，金融资产管理公司，其他会管机构：

为加强金融债权管理，维护经济金融秩序，支持实体经济发展，做好银行业金融机构债权人委员会（以下简称“债委会”）有关工作，现就相关事项通知如下。

一、债委会是由债务规模较大的困难企业三家以上债权银行业金融机构发起成立的协商性、自律性、临时性组织。

二、债委会的职责是依法维护银行业金融机构的合法权益，推动债权银行业金融机构精准发力、分类施策，有效保护金融债权，支持实体经济发展。债委会按照“一企一策”的方针集体研究增贷、稳贷、减贷、重组等措施，有序开展债务重组、资产保全等相关工作，确保银行业金融机构形成合力。

三、债委会应当按照“市场化、法治化、公平公正”的原则开展工作。债委会实施债务重组的，应当采取多方支持、市场主导、保持稳定的措施，积极争取企业发展的有利条件，实现银企共赢。

四、债委会可以由债权银行业金融机构自行发起成立。债委会要明确主席单位和副主席单位，启动相关工作。

五、债务企业的所有债权银行业金融机构和银监会批准设立的其他金融机构原则上应当参加债委会；非银监会批准设立的金融机构债权人，也可以加入债委会。

六、债委会主席单位原则上由债权金额较大且有协调能力和意愿的一至两家银行业金融机构担任，副主席单位可以由代表债权金额较大的银行业金融机构和代表债权金额较小的银行业金融机构共同组成。其他债权金融机构应当按照要求出席相关会议。债委会应当设立工作组，负

责日常工作。

七、债委会原则上由企业所在地的债权银行业金融机构组建。涉及中央企业以及重大复杂的企业集团，可以在总行层面组建债委会。

八、债委会成员应当签署《债权人协议》。《债权人协议》是债委会有约束力的法律文件，协议内容包括但不限于以下事项：债委会组织架构、议事规则、权利义务及共同约定、相关费用等。

九、债委会应当制定议事规则，所有债权金融机构按照议事规则开展活动。重大事项、主要议题由主席单位及副主席单位召开会议共同协商，达成共识后，形成会议纪要。

债委会重大事项的确定，原则上应当同时符合以下条件：一是经占金融债权总金额的三分之二以上比例债委会成员同意；二是经全体债委会成员过半数同意。

十、债委会对企业实施金融债务重组的，企业一般应当具备以下条件：企业发展符合国家宏观经济政策、产业政策和金融支持政策；企业产品或服务有市场、发展有前景，具有一定的重组价值；企业和债权银行业金融机构有金融债务重组意愿。

十一、债委会实施金融债务重组的，可以采取协议重组和协议并司法重组的方式。

十二、债委会应当积极与企业进行协商谈判，研究讨论金融债务重组及债委会其他工作。

实施金融债务重组的，重组双方围绕重组方式、重组安排及方案内容，开展协商和谈判。主席单位、副主席单位与企业共同研究，形成金融债务重组初步方案后，由主席单位提交债委会全体成员大会讨论，按照议事规则进行表决。表决通过后，发送各债权金融机构和债务企业执行。

十三、为保证企业的正常运营，企业提出的新资金需求有充分理由的，债委会可以通过组建银团贷款、建立联合授信机制或封闭式融资等方式予以支持。

各债权银行业金融机构应当一致行动，切实做到稳定预期、稳定信

贷、稳定支持，不得随意停贷、抽贷；可通过必要的、风险可控的收回再贷、展期续贷等方式，最大限度地帮助企业实现解困。

十四、各银行业金融机构要建立债委会相关工作的授权沟通机制，将债委会工作纳入内部管理体系，建立授权沟通机制，适当下放权限，确保债委会工作高效、有序开展。

十五、债委会成立后，主席单位应当以债委会的名义将债委会成立情况、重要事项等及时向银行业监督管理机构报告。

十六、银行业监督管理机构依法对债权人委员会和金融债务重组等工作进行指导、协调和监督；支持银行业协会在债务重组等工作中发挥积极作用；鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司积极参与债务重组等相关工作。

执行中有疑问的，请及时与银监会法规部联系。

2016年7月6日

中国银行业监督管理委员会办公厅关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知

银监办便函〔2017〕802号

各银监局，各政策性银行、大型银行、股份制银行、外资银行，邮储银行，金融资产管理公司：

为进一步加强金融债权管理，维护经济金融秩序，支持实体经济发展，化解企业债务危机，防范金融风险，现就进一步做好银行业金融机构债权人委员会（以下简称“债委会”）有关工作通知如下。

一、突出工作重点

各银行业金融机构应将金融债务规模较大、对区域性金融风险影响较大的困难企业，或者是国家确定的钢铁、煤炭等重点行业出现困难的大中型企业作为债委会工作重点。各银监局、各银行业金融机构要尽快摸清规模较大的困难企业的经营情况、资产负债情况及风险底数，按照风险的严重程度和区域的重要性进行排序，通过债委会工作机制，识别和判断企业风险，按照“一企一策”的原则制定风险化解方案。

需要进行金融债务重组的，一般应当具备以下条件：（一）企业出现较为严重的财务困难或债务危机，预计不能偿还到期金融债务；（二）企业产品或服务有较好的发展前景和市场份额，具有一定的重组价值；（三）企业发展符合国家产业和金融支持政策；（四）债务企业和债权银行金融机构有债务重组意愿。

对于以下企业，银行业金融机构要坚决压缩、退出相关贷款，尽快实现市场出清：（一）不符合国家产业政策规定的落后产能企业；（二）环保、能耗、质量、安全生产、技术等不达标且整改无望的企业；（三）已经停产半停产、连年亏损、资不抵债、失去清偿能力的“僵尸企业”。

二、强化主体责任

对列入工作重点的困难企业，尽快组建或完善债委会工作机制。各银行业金融机构要严格按照《中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2016〕1196号）的要求，开展相关工作。债委会要切实负起主体责任，及时成立工作小组，积极推动债委会相关工作。主席行要切实负起主要责任，履行好债委会的发起、筹备、成立、日常运行及协调等责任。副主席行和其他成员要积极配合主席行工作。工作小组可以根据债委会的决定，收取一定运行费用。

三、完善授权制度

各银行业金融机构要改进内部管理制度，进一步完善债委会相关工作的授权机制，将债委会工作纳入银行内部管理体系，做好总行向分行的授权工作，确保债委会高效、有序运作。对于银行业金融机构的分支机构执行债委会的决议和要求，总行不得追究其相关责任。

四、稳定信贷支持

金融债务重组期间，各银行业金融机构要做到稳定预期、稳定信贷、稳定支持，一致行动，不得随意停贷、抽贷；可通过必要的、风险可控的收回再贷、调整贷款利息、展期续贷、市场化债转股等方式，最大限度地帮助困难企业实现解困。债务重组期间，为救助企业的需要，经债委会决议，可以采取稳定信贷的措施。

五、加强指导协调

各银监局应依法加强对债委会的指导，对于债委会运行过程的重大问题和重要事项及时进行协调。各银行业协会应积极配合银监局的相关工作。

六、做好沟通报告

各银监局要高度重视与地方政府的沟通工作，积极向当地政府报告困难企业的风险化解情况，会同地方政府、债委会共同商讨重点企业的风险化解工作，逐户制定风险化解方案。对风险化解工作中的重大问题，各银监局应及时向银监会报告。

七、加强监管协同

各银监局之间要通力合作，协调异地银行业金融机构加入债委会，共同推进债委会工作。

八、做好司法衔接

对采取协议并司法重组方式，需要进入破产重整程序的，债委会应与管辖法院进行沟通协调，寻求支持，主动参加由有关部门、机构的人员组成的清算组或者向法院推荐破产管理人；必要时，债委会可以向银监局报告，由银监局进行协调。

九、强化问责机制

符合债委会组建条件的困难企业涉及的所有银行业金融机构均要加入债委会，统一行动。对于不加入债委会、拒不执行债委会决议、拒不履行债务重组方案或者采取其他措施影响债务重组顺利推进的银行业金融机构，造成严重后果的，银监会和银监局可以采取约谈主要负责人、通报批评、责令对有关责任人员给予纪律处分等措施。

十、加强信息交流

银监会直接监管的各银行业金融机构应于每季度结束后15日内向银

监会报告上一季度债委会工作情况；各银监局应于每季度结束后15日内向银监会报告辖内上一季度债委会工作情况。银监会适时编发债委会工作动态，指导各银监局、各银行业金融机构相关工作，通报有关情况。

十一、做好综合服务

金融资产管理公司、地方资产管理公司要积极与债委会开展合作，为合理降低债务企业杠杆率、化解企业债务危机提供综合金融服务。地方资产管理公司要积极争取省级人民政府、人民法院的支持，可以作为中介机构列入法院破产管理人名单，发挥化解区域金融风险的作用。

十二、引导舆论宣传

各银监局、各银行业金融机构要会同地方政府及时正面发声，引导社会舆论，做好宣传引导工作，避免不正当言论扰乱正常社会金融秩序。

中国银监会办公厅

2017年5月10日

国家发改委、中国人民银行、财政部、银监会关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知

发改财金〔2016〕2792号

各省、自治区、直辖市及计划单列市人民政府，各部际联席会议成员部门和单位，各银行，各实施机构：

为加快推进供给侧结构性改革，切实贯彻落实中央经济工作会议精神和《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号，以下简称《意见》）及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《指导意见》）、《国务院办公厅关于同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度的函》（国办函〔2016〕84号）相关要求，积极稳妥降低企业杠杆率，有序开展市场化银行债权转股权（以下简称“市场化债转股”）工作，现将有关事项通知如下。

一、开展市场化债转股相关工作要根据《意见》和《指导意见》的要求，遵循市场化、法治化原则，坚持市场运作、政策引导。

二、各银行和符合《指导意见》规定的各类实施机构，包括金融资产管理公司、地方资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司、银行现有符合条件的所属机构或经允许设立的新机构等，均可开展和参与市场化债转股。

三、市场化债转股对象应符合《指导意见》确定的条件，鼓励面向《指导意见》中提出的三类发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，《指导意见》中提出的严格禁止开展债转股的四类企业不能作为市场化债转股对象企业。各省、自治区、直辖市，各计划单列市可根据本地区具体情况进一步明确细化鼓励和禁止类企业类型，增强可操作性。

四、为及时准确了解工作进展情况，对市场化债转股项目实行信息报送管理，由实施机构作为报送主体分别在项目开始和完成时报送项目信息。银行、实施机构和企业在自主协商同意开展市场化债转股工作后并在正式开展相关工作之前，向部际联席会议办公室和相关监管部门报

送项目基本信息，在市场化债转股协议签订、资金注入和完成市场化债转股的全部法律程序等关键节点后的7个工作日内，向部际联席会议办公室和相关监管部门报送项目进展信息。部际联席会议办公室在收到项目信息后，应及时向部际联席会议成员部门和单位通报并共享。

五、部际联席会议成员部门和单位依各自职能对市场化债转股项目进行全过程监督和指导，以确保市场化债转股工作符合《指导意见》精神和相关法律法规政策与监管要求，其中涉及审批、许可等事项的由相关部门和单位按相关规定进行。相关成员部门和单位在监督、指导过程中发现银行、实施机构和企业有不符合《指导意见》精神和违反相关规定情形的，应根据部门职责予以纠正、暂停或终止项目，并向部际联席会议办公室通报，已达成债转股协议的可予以撤销，已实施的须改正，情节严重的应根据相关规定进行处罚。

六、各级地方人民政府及所属部门应按照《指导意见》的要求做好相关组织协调、监督检查、激励引导、保持社会稳定等各项工作，为开展市场化债转股和债转股企业的改革发展创造良好环境与条件，但不得干预市场化债转股项目相关市场主体的具体事务。

七、鼓励银行、实施机构和企业在市场化债转股操作方式、资金筹集等方面探索创新，注重在债转股过程中推动强化企业自身债务杠杆约束，发展股权融资等降杠杆长效机制的建设。鼓励各级地方人民政府创新性开展各项工作，特别要在搭建政银企信息共享机制、采取多种支持方式激励引导开展市场化债转股以及强化社会信用约束防范道德风险等方面进行积极探索。上述创新所涉事项如无法明确法律和政策依据，应事先向部际联席会议办公室报送方案。

八、部际联席会议成员部门或单位按照《意见》和《指导意见》出台的相关配套文件、各级地方政府及所属部门按照中央工作部署出台的去杠杆相关文件应以信息方式及时报送部际联席会议办公室。

九、部际联席会议将及时研究总结银行、实施机构、企业和地方在市场化债转股工作中好的经验与做法，对其中具有示范意义的典型案例将以适当的方式进行宣传和推广。

十、部际联席会议将在2017年适时组织对市场化债转股推进情况进行阶段性评估，以进一步完善工作，研究部署下一阶段工作。

各省、自治区、直辖市，各计划单列市可以根据本地区具体情况建立市场化债转股的工作机制和管理制度，积极稳妥地开展市场化债转股工作，防止一哄而起。重要情况及时报送部际联席会议办公室。

2016年12月30日

国家发展改革委 人民银行 财政部 银监会

国家发展改革委办公厅关于印发《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》的通知

发改办财金〔2016〕2735号

各省、自治区、直辖市及计划单列市、新疆生产建设兵团发展改革委：

为贯彻落实《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）精神，积极发挥企业债券融资对积极稳妥降低企业杠杆率的作用，有序推进市场化银行债权转股权工作，现将我委制定的《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》印发你们，请认真贯彻执行。

附件：市场化银行债权转股权专项债券发行指引

国家发展改革委办公厅

2016年12月19日

市场化银行债权转股权专项债券发行指引

为贯彻落实《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）“探索发行用于市场化债转股的企业债券”相关要求，充分发挥债券资金在市场化银行债权转股权（以下简称债转股）中的作用，积极稳妥降低企业杠杆率，据《公司法》《证券法》《企业债券管理条例》等法律法规和规范性文件，制定本指引。

一、发行条件

市场化银行债权转股权专项债券（以下简称债转股专项债券）的发行条件如下。

（一）发行人：市场化债转股实施机构，包括但不限于国有资本投资运营公司、地方资产管理公司等。

（二）转股债权要求：转股债权范围以银行对企业发放贷款形成的债权为主，适当考虑其他类型债权。债转股对象业应符合《关于市场化银行债权转股权的指导意见》的相关要求。

（三）债券申报核准：发行人向积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议办公室（以下简称联席会议办公室）报送项目基本信息后，即可向我委申报发行债转股专项债券。

在我委核准债券前，发行人应完成市场化债转股合同签订并正式生效，向我委提供相关材料，并向联席会议办公室报送项目进展信息。

（四）债券募集资金用途：主要用于银行债权转股权项目（以下简称债转股项目），债转股专项债券发行规模不超债转股项目合同约定的股权金额的70%。发行人可利用不超过发债规模40%的债券资金补充营运资金。债券资金既可用于单个债转股项目，也可用于多个债转股项目。对于已实施的债转股项目，债券资金可以对前期已用于债转股项目的银行贷款、债券、基金等资金实施置换。

（五）债券期限：对于有约定退出时间的债转股项目，债券期限原则上与债转股项目实施期限一致，到期一次还本。也可在实施期限基础上，设置可续期条款。

（六）偿债保障：债转股专项债券优先以股权市场化退出收益作为偿债资金来源。

（七）增信措施：债转股专项债券原则上应以转股股权作为抵押担保，如果该股权早于债券存续期提前变现，应将变现后不低于债券存续期规模的资金用于债券抵押。对于债项级别为AAA的债转股专项债券，可不提供上述增信措施。

（八）债券发行：核准文件有效期1年，可选择分期发行方式。债转股专项债券在银行间市场面对机构投资者发行。

（九）发行方式：允许以公开或非公开方式发行债转股专项债券。非公开发行时认购的机构投资者不超过二百人，单笔认购不少于500万元人民币，且不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。

（十）加速到期条款：债转股专项债券应设置加速到期条款。如债转股项目的股权早于债券存续期提前变现，由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人会议通过后，可提前清偿部分或全部债券本金。

二、工作要求

（一）严格做好信息披露。发行人应按规定做好债券信息披露。债转股项目实施后，债转股项目专项债券发行人应每半年公开披露债转股对象企业经营情况。

（二）加强信用约束。建立对发行债转股专项债券相关各方失信行为的联合惩戒机制，依据相关法律法规追究违法违规单位及相关人员责任。

（三）鼓励地方政府对债转股专项债券进行贴息等政策支持。

中国银监会 发展改革委 工业和信息化部 关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见

银监发〔2016〕51号

各银监局，各省（区、市）发展改革部门、工业和信息化部门，各政策性银行、大型银行、股份制银行，邮储银行，外资银行，金融资产管理公司，其他会管金融机构：

为贯彻《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕6号）、《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）精神，妥善处置化解过剩产能过程中的有关金融债权债务，根据《中华人民共和国银行业监督管理法》《中华人民共和国商业银行法》等法律法规，现就钢铁煤炭行业化解过剩产能涉及金融债权债务问题提出以下意见。

一、支持钢铁煤炭企业合理资金需求。银行业金融机构要提高对钢铁煤炭行业在国民经济中支柱性、战略性地位的认识，认真贯彻落实区别对待、有扶有控的信贷政策。对技术设备先进、产品有竞争力、有市场的钢铁煤炭企业，银行业金融机构应当按照风险可控、商业可持续原则，继续给予信贷支持，不得抽贷、压贷、断贷。

二、加大对兼并重组钢铁煤炭企业的金融支持力度。鼓励符合条件的钢铁煤炭企业开展并购重组。支持银行业金融机构按照依法合规、自主决策、风险可控、商业可持续原则，对能产生整合效应的钢铁煤炭兼并重组项目采取银团贷款等方式，积极稳妥开展并购贷款业务。对符合并购贷款条件的兼并重组企业，并购交易价款中并购贷款所占比例上限可提高至70%。

三、鼓励银行业金融机构对主动去产能的钢铁煤炭困难企业进行贷款重组。对符合国家产业政策、主动去产能、具有持续经营能力、还款能力与还款意愿强、贷款到期后仍有融资需求、但暂时存在资金困难的钢铁煤炭企业，银行业金融机构在风险可控、商业可持续原则前提下，

可以进行贷款重组，调整贷款结构，合理确定贷款期限，按照国家有关规定减免利息。

四、严控违规新增钢铁煤炭产能的信贷投放。对违规新增钢铁煤炭产能项目，银行业金融机构一律不得提供信贷支持；对违规新增产能的企业，停止贷款。

五、坚决停止对落后产能和“僵尸企业”的金融支持。对不符合国家产业政策规定的落后产能企业，或环保、能耗、质量、安全生产、技术等不达标且整改无望的企业，或已停产半停产、连年亏损、资不抵债、失去清偿能力的“僵尸企业”，以及有恶意逃废债行为的企业，银行业金融机构要坚决压缩、退出相关贷款。

六、推动组建债权人委员会，对困难钢铁煤炭企业实施债务重组。对符合国家产业政策，主动去产能、调结构、转型发展，产品或服务有市场，发展有前景的钢铁煤炭企业，银行业金融机构应当组建债权人委员会，按照市场化、法治化原则，通过调整贷款期限、利率、还款方式等措施，实施金融债务重组。银行业金融机构组建债权人委员会，应当按照银监会关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知精神，开展自主重组、协议重组和协议并司法重组，支持暂时困难的钢铁煤炭企业发展。债券投资人可以加入债权人委员会，共同解决企业债务问题。切实做到稳定预期、稳定信贷、稳定支持，帮助企业渡过难关。

协调地方人民政府及相关部门采取有力措施，支持债权人委员会相关工作，共同解决企业债务重组等重大问题。

七、支持金融资产管理公司、地方资产管理公司等多类型实施机构对钢铁煤炭企业开展市场化债转股。对资产负债率较高、在国民经济中占重要地位、具备发展潜力的钢铁煤炭骨干企业，支持金融资产管理公司、地方资产管理公司、银行现有符合条件的所属机构或设立的符合规定的新机构等多种类型实施机构按照国家法律法规和国家有关规定，按照市场化、法治化的原则，开展债转股工作，依法行使股东权利，改进公司治理结构。

八、支持产业基金和股权投资基金投资钢铁煤炭骨干企业。引导社会资本参与钢铁煤炭企业的脱困发展，支持产业基金和股权投资基金特别是地方政府成立的产业基金和股权投资基金，投资入股产品有市场、

发展有前景、但资产负债率较高的钢铁煤炭骨干企业，依法行使股东权利。

九、妥善处置钢铁煤炭企业集团的担保问题。对钢铁煤炭企业集团主动去产能、依法关闭破产子公司，履行担保责任确有困难的，由钢铁煤炭企业集团与银行业金融机构按照市场化、法治化、互惠互利的原则进行协商处理，妥善处置担保问题。

十、妥善处置涉及钢铁煤炭企业的不良资产。要按照市场化、法治化、互惠互利的原则，充分发挥金融资产管理公司和地方资产管理公司批量处置不良资产和综合性金融服务功能的积极作用。银行业金融机构要加大涉及钢铁煤炭企业不良资产的转让力度，鼓励银行业金融机构与资产管理公司创新合作处置模式，发挥好双方优势，通过合作处置，提升价值，实现银行业金融机构、资产管理公司与钢铁煤炭企业的共赢，维护经济金融秩序。

十一、依法维护涉及破产清算钢铁煤炭企业的金融债权。对严重资不抵债、不能清偿到期债务的“僵尸企业”，或不达标产能、落后产能、整体退出产能的企业，要依照《中华人民共和国企业破产法》等法律法规，建立债权人委员会，通过债务和解、破产重整、破产清算等方式，妥善处理企业债务，积极维护金融债权安全。

十二、依法打击逃废金融债务行为。钢铁煤炭去产能过程中，一些地区和企业借转型、转产之机悬空金融债务，或通过转移、出售企业有效资产逃废金融债务，或不尊重金融债权人的合法权益，组织破产逃废金融债务。各级银行业监督管理机构要组织银行业协会、银行业金融机构加强金融债权管理，及时制止逃废金融债务行为，并向地方政府报告；对于拒不纠正的企业，组织实施停止贷款、停止结算等制裁措施，纳入全国信用信息共享平台，通过失信惩戒机制实施联合惩戒，切实遏制逃废金融债务行为。

十三、加强主管部门、行业协会和企业与银行业金融机构的信息沟通。银行业金融机构在落实政策过程中，应加强与发展改革部门、工业和信息化部门等主管部门、行业协会和钢铁煤炭企业的沟通与交流，解决银政、银企信息不对称问题。各银监局应加强对银行业金融机构的指导和监督。

各级发展改革部门、工业和信息化部门等应及时公布行业发展情况、产业规划调整方案、“僵尸企业”、涉及淘汰落后和过剩产能企业和项目名单，帮助银行业金融机构落实好“有保有控”的差别化信贷政策。

各银监局、各省（区、市）发展改革部门、工业和信息化部门以及银行业金融机构在贯彻落实本意见过程中遇有问题应及时报告。银监会、发展改革委、工业和信息化部将适时组织对本意见执行情况的检查监督。

中国银监会 发展改革委 工业和信息化部

2016年12月1日

财政部关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知

财税〔2016〕125号

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、国家税务局、地方税务局，新疆生产建设兵团财务局：

按照党中央、国务院决策部署，根据《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号，以下简称《意见》）有关精神，现就落实降低企业杠杆率税收政策工作通知如下。

一、充分认识贯彻落实降杠杆税收支持政策的重要意义

近年来，我国企业杠杆率高企，债务规模增长过快，企业债务负担不断加重。党中央、国务院从战略高度对降低企业杠杆率工作作出决策部署，把去杠杆列为供给侧结构性改革“三去一降一补”的五大任务之一。《意见》将“落实和完善降杠杆财税支持政策”作为重要任务。各级财税部门要充分认识积极稳妥降低企业杠杆率的重要性，坚决贯彻执行中央决策部署，严格按照《意见》要求认真落实好有关税收政策，充分发挥税收职能作用，切实减轻企业负担、降低企业成本，为企业降杠杆创造良好的外部环境。

二、落实好降杠杆相关税收支持政策

（一）企业符合税法规定条件的股权（资产）收购、合并、债务重组等重组行为，可按税法规定享受企业所得税递延纳税优惠政策。

（二）企业以非货币性资产投资，可按规定享受5年内分期缴纳企业所得税政策。

（三）企业破产、注销，清算企业所得税时，可按规定在税前扣除有关清算费用及职工工资、社会保险费用、法定补偿金。

（四）企业符合税法规定条件的债权损失可按规定在计算企业所得税应纳税所得额时扣除。

（五）金融企业按照规定提取的贷款损失准备金，符合税法规定的，可以在企业所得税税前扣除。

（六）在企业重组过程中，企业通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力，一并转让给其他单位和个人，其中涉及的货物、不动产、土地使用权转让行为，符合规定的，不征收增值税。

（七）企业重组改制涉及的土地增值税、契税、印花税，符合规定的，可享受相关优惠政策。

（八）符合信贷资产证券化政策条件的纳税人，可享受相关优惠政策。

三、工作要求

降杠杆相关税收政策涵盖交易多个环节，涉及面广，政策内容多。各级财税部门要高度重视，进一步加强学习培训，熟悉、掌握政策内容；要加强对纳税人的宣传辅导，跟踪税收政策执行情况和实施效应，加强调研反馈，及时了解执行中遇到的问题，研究提出调整和完善税收政策的建议。

特此通知。

财政部 国家税务总局

2016年11月22日

国家发展改革委办公厅
关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知

发改办财金〔2017〕1238号

各省、自治区、直辖市及计划单列市发展改革委，新疆生产建设兵团发展改革委：

为加快推进供给侧结构性改革，切实贯彻中央经济工作会议精神和政府工作报告部署，积极推动《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《指导意见》）、《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）落实，充分发挥政府出资产业投资基金在市场化银行债权转股权（以下简称市场化债转股）中的积极作用，加大对市场化债转股工作的支持力度，现将有关事项通知如下。

一、充分认识政府出资产业投资基金对推进市场化债转股相关工作的重要意义。通过政府出资产业投资基金支持符合区域规划、区域政策、产业政策、投资政策及其他国家宏观管理政策的有发展前景的高负债企业实施市场化债转股，有助于发挥政府资金的引导作用和放大效应，吸引社会资金参与市场化债转股，有效降低相关领域内企业杠杆率，防范企业债务风险，帮助企业降本增效，实现优胜劣汰，是发挥市场配置资源决定性作用和更好发挥政府作用的重要结合点。

二、政府出资产业投资基金投资的市场化债转股项目应符合《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）第三章关于投资领域的规定，市场化债转股对象企业须满足《指导意见》所明确的相关要求。

三、支持现有政府出资产业投资基金或新设政府出资市场化债转股专项基金按以下方式参与市场化债转股项目：

（一）以权益投资的方式参与《指导意见》所列各类实施机构发起的市场化债转股项目；

（二）以出资参股符合条件的实施机构发起设立的债转股投资基金的方式参与市场化债转股项目；

（三）以经基金章程、合伙协议或基金协议明确或约定的符合国家法律法规和有关规范性文件的其他投资形式参与市场化债转股项目。

四、鼓励有条件有需求的地区探索新设政府出资市场化债转股专项基金开展市场化债转股，新设政府出资市场化债转股专项基金可以吸引符合条件的银行和市场化债转股实施机构以及其他各类社会资本参与。在符合相关规定的前提下，支持政府出资产业投资基金除政府外的其他出资人申请发行企业债券，通过基金投入市场化债转股项目，有效拓宽市场化债转股筹资渠道。

五、政府出资产业投资基金各出资方应当按照“利益共享、风险共担”的原则，明确约定收益分配和亏损分担方式。针对市场化债转股项目普遍存在的投资期限较长、收益较低、不确定性高情况，政府出资部分可以适当让利，提高社会资本参与市场化债转股项目的积极性。

各省、自治区、直辖市，各计划单列市，新疆生产建设兵团发展改革委可以根据本地区具体情况制定支持政府出资产业投资基金参与市场化债转股的具体办法，积极稳妥开展市场化债转股工作。

国家发展改革委办公厅

2017年7月15日

参考文献

[1] 张劲松，求夏雨，沙涛.企业金融债务重组实物 [M] .中国市场出版社，2016.

[2] 郭田勇，杨帆.债转股需要政策合力推动供给侧结构性改革依旧任重道远 [N] .上海证券报，2016-10-28.

[3] 国金.债转股有助修复风险预期利好钢铁煤炭等骨干企业 [N] .上海证券报，2016-10-13.

[4] 郭田勇.微观点 [N] .经济参考报，2016-10-31.

[5] 李波.对市场化债转股专项债券的认识和理解 [EB/OL] .http：//www.amc023.com/hyyj/ztyj/2017-01-04/85.html.

[6] 李波.债委会基本形成完整运作体系 [EB/OL] .http：//www.amc023.com/hyyj/ztyj/2017-05-15/190.html.

[7] 王益宏.债转股的国际经验 [J] .世界经济情况，2001（16）：24-29.

[8] 李变花.借鉴国际经验，搞好债转股 [J] .北京大学学报：哲学社会科学版，2000（s1）：88-93.

[9] 李文玲.债转股可借鉴国际经验 [J] .经济论坛，2002（2）：10-11.

[10] 王信.国际金融史上的债转股 [J] .中国金融，2016（23）：97-99.

[11] 曾刚.市场化债转股：国际脚步及国内路径 [J] .当代金融家，2016（7）：53-55.

[12] 王朝阳，陈晓辉，詹莹雨.债转股的国际借鉴 [J] .中国银行业，2016（11）：36-38.

[13] 王善平，王平.债转股问题辨析[J].会计研究，2000（8）：40-42.

[14] 晏艳梅.理性认识债转股[J].金融研究，2000（4）：67-69.

[15] 黄金老.论债转股的理论和政策问题[J].金融研究，2000（1）：63-70.

[16] 吴有昌，赵晓.债转股：基于企业治理结构的理论与政策分析[J].经济研究，2000（2）：26-33.

[17] 张训苏.债转股的理论与实证分析[J].中国工业经济，1999（11）：12-15.

[18] 王艳娟.国有企业债转股产权分析[J].金融研究，2002（11）：49-58.

[19] 黄志凌，曲和磊，唐圣玉.债转股的国际经验与中国实践应把握的方向（上）[J].财贸经济，2001（10）：45-50.

[20] 董晓平，齐殿伟，李华.浅析日本银行不良资产的处理及我国的债转股[J].现代日本经济，2002（2）：21-25.

[21] 林兆木.使市场在资源配置中起决定性作用[N].人民日报，2013-12-04.

[22] 高翔.市场化债转股到底应该怎么玩：功夫在账外[N].上海证券报，2017-01-14.

[23] 刘武俊.联合惩戒老赖是治本之策[N].法制日报—法制网，2014-01-18.

[24] 蒋卫阳.论打击逃废债：对恶意逃废债决不姑息[N].浙江在线 - 浙江日报，2015-10-15.

[25] 赖小民.战略大转型——中国华融创新发展理论与实践[M].北京：中国金融出版社，2014.

[26] 李德尚玉.“明股实债”被禁？工行辟谣债转股喊停[J].财

经，2017-01-12.

［27］田轩.债转股“盛宴”中的道德风险［J］.财经，2016-10-31.

［28］卫兴华.社会主义市场经济是法治经济［J］.前线，2014，（12）.

［29］贺力平，谈俊.债转股与商业银行业务转型的风险防范［J］.中国经济报告，2017（1）.

［30］樊志刚，金昱.实施债转股的原则与条件［J］.中国金融杂志，2016（4）.

［31］二把刀.4300亿债转股超过17年前的第一轮不过这也只是一个开始［EB/OL］.http：//www.eeo.com.cn/2017/0303/299319.shtml.

［32］何遐祥.债转股业务法律实践研究.东方法律人，2016-10-14.

［33］任泽平.债转股去杠杆防风险，投资机会开启——供给侧改革之八十五.华尔街见闻，2016-11-24.

［34］任泽平.站在新周期的起点：龙头企业淘汰过剩产能行业集中度持续提升.华尔街见闻（上海），2017-04-19.

［35］海泰发展：股权投资项目管理制度.凤凰网财经，2012-12-22.

［36］黄炜同志在《证券期货投资者适当性管理办法》实施培训会上的讲话.中国证券网，2017-03-13.

［37］甘贵祥.私募股权投资退出的七大方式.慢钱头条，2017-01-24.

［38］何兆东.股权投资的七种退出方式.第一投行，2016-10-30.

［39］李曙光.专家：债转股应遵循六个法治原则［N］.经济参考报，2016-11-08.

［40］中和正道：2016年市场化债转股案例汇编.搜狐网财经，

2017-01-03.

［41］本刊编辑部.债权人委员会如何有效运作［J］.中国银行业，2016（6）.

［42］河南银监局：河南债委会的行与思，2016-12-19.

［43］张晗：银行业打造债委会工作“山东模式”激发供给侧改革倍乘效应.中国网财经，2017-02-20

［44］阿常：案例|债转股案例全面梳理和解读分析.常道金融、搜狐网财经，2017-02-24.

后记

供给侧结构性改革向纵深推进，调整经济结构、转变经济发展方式仍然在路上，中央审时度势决策部署指导实施市场化债转股，这是积极稳妥降低企业杠杆率的治本良方，对于降低债务风险、防范金融风险具有重要的作用。相比于20世纪末启动实施的政策性债转股，本轮市场化债转股突出市场主导、法治规范，是一项专业性、技术性、创新性更强的系统性工程，没有现成的经验模式可以照搬，成功实践且可推广的案例尚不多见，迫切需要系统理论的解析、操作路径的指引、实施步骤的参考、风险对策的提示、科学推进的建议。与此同时，从新一轮市场化债转股的启幕试行情况看，总体呈现签约金额较大、落地实施不足的态势，也需要总结梳理、典型引路。

基于此，作为政策制定的参与者和具体实践的推动者，我们怀着强烈的时代责任感，历时9个多月编著了这本《市场化债转股指南》，旨在为企业债务重组，尤其是正在推进或即将开展的市场化债转股，提供一本理论解析与实务操作有机结合的指南手册和工具书。本书的编撰得到了中国银监会的大力支持，提供了全过程的人员支持和政策指导，同时得到了国家发改委的鼎力相助。本书也是集体智慧的结晶，由张劲松、李波两位同志担任主编，领导、统筹了整体编撰工作；由沙涛、李桑、滕科三位同志担任副主编，具体指导全书的编撰工作；由方志刚、夏杉、池江、胡永鸣四位同志担任编委，参与具体章节的策划写作；胡顺涛、徐超两位同志负责整体的策划编撰及修订统稿。其中，第一章由夏杉、徐超编写，第二章由滕科、李剑、曾若愚、胡顺涛编写，第三章由李桑、刘靳堃、康家智、曾伟利编写，第四章由方志刚、徐超、宋建波编写，第五章由池江、胡顺涛、王一敬编写，附录A行业推进部分由胡永鸣、宋建波收集编写，附录B案例部分由沙涛、田庆伟、王隐编写。重庆渝康资产经营管理公司博士后工作站的赖辉博士、杨文华博士也为本书提供了支持和帮助。在书稿的编著过程中，我们还参考了部分企业、行业和机构的文献资料，中信出版集团为本书的编辑出版做了大量细致工作。同时，本书部分内容是在国内外学者和业内人士研究实践的基础上提炼而成，编者参阅了大量资料和报告，难以一一列明，在此一并表示衷心的感谢。

但是，由于市场化债转股启动方近一载，在政策进一步出台、制度落地、具体操作路径、有效实施等方面还有待加速，有待进一步探讨和检验。因此，本书基于当前市场化债转股现有政策和有限实践，对于操作实务进行的解读难免存在一定的局限性。另外，虽然我们竭尽全力尝试去提供一个全面、务实、有效的指南，但是受限于我们自身的能力水平，也许仍然未必能达到预期的效果。对于本书的不足、遗漏及错误，望读者朋友们谅解、批评和指正。

编写委员会于北京
2017年10月